

HELSINGIN KAUPPAKORKEAKOULU

Laskentatoimen ja rahoituksen laitos



HALLITUKSEN JÄSENTEN PALKKIOT JA PALKITSEMISEEN
VAIKUTTAVAT TEKIJÄT SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

HELSINGIN
KAUPPAKORKEAKOULUN
KIRJASTO

10772

Rahoitus

Pro Gradu -tutkielma

Sari Haarala

Kevät 2008

Laskentatoimen ja rahoituksen laitoksen laitosneuvoston kokouksessa 8 / 4 20 08
hyväksytty arvosanalla erinomainen, 80p.

Tarkastajat:

KTT, Matti Keloharju
KTT, Vesa Puttonen

Helsingin kauppakorkeakoulu
Pro Gradu –tutkielma
Sari Haarala

Tiivistelmä
25.3.2008

HALLITUKSEN JÄSENTEN PALKKIOT JA PALKITSEMISEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT SUOMALAISSA PÖRSSIYHTIÖISSÄ

TUTKIMUSTAVOITTEET

Tutkimuksen kahdesta tavoitteesta ensimmäinen on esittää ajankohtaisia tunnuslukuja suomalaisten pörssiyritysten hallitusten jäsenten palkitsemisen tasosta ja rakenteesta sekä palkitsemiseen käytetyistä instrumenteista. Toinen tavoite on analysoida yrityskohtaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat hallituksen jäsenten palkkioiden suuruuteen ja osakkeiden tai optioiden käyttöön hallituksen palkitsemisessa. Analyysin päätavoitteena on selvittää, onko hallituksen jäsenten palkkiot asetettu agenttiteorian mukaisesti vähentämään agenttikustannuksia.

TUTKIMUSAINEISTO

Tutkimuksen empiirisessä aineistossa ovat mukana Helsingin Pörssissä listatut yritykset poislukien rahoitus-, sijoitus- ja vakuutusalan yhtiöt vuosilta 2004 – 2007. Aineiston koko on suurimmillaan 419 havaintoa. Suhteellisen laaja aineisto, jossa yhdistyvät tiedot hallitusten palkkioista ja ominaisuuksista sekä yritysten omistus- ja tilinpäätösinformaatiosta on ainoa laatuaan Suomessa.

MENETELMÄT

Tutkimuksessa käytetään lineaarista regressioanalyysia hallituksen kompensaatiotason tekijöiden analysointiin. Osakepohjaisten palkkioiden käytön analysointiin on käytetty keskiarvotestejä (t-testi) ja logistista regressioanalyysia.

TUTKIMUSTULOKSET

Suomalaisten pörssiyritysten palkkiotaso on kasvanut voimakkaasti viime vuosina. Agenttikustannuksiin vaikuttavat tekijät selittävät hyvin hallituksen jäsenten palkkiotasoa, sen sijaan osakepohjaisen palkitsemisen käyttöä ne selittävät huonommin. Palkkiotasoon merkittävimmin vaikuttava tekijä on yrityksen koko. Lisäksi palkkiotasoon vaikuttavat hallituksen riippumattomuus sekä hallituksen ja valtion omistus. Osakepohjaisen palkitsemisen käyttöön vaikuttaa tutkituista tekijöistä eniten yrityksen markkina-arvon suhde kirja-arvoon. Muita vaikuttavia tekijöitä ovat yrityksen koko sekä hallituksen ja valtion omistus.

ASIASANAT

Hallitus, palkitseminen, corporate governance, agenttiteoria, osakepohjainen palkkio

SISÄLLYSLUETTELO

1. Johdanto	4
1.1. Tutkimuksen perusteet	4
1.2. Tutkimustavoitteet ja rajaukset	6
1.3. Tutkielman rakenne	6
2. Taustaa tutkimukselle	7
2.1. Agenttiteoria	7
2.2. Corporate governance	10
2.3. Hallituksen tehtävät	12
2.4. Hyvän hallituksen ominaisuudet	14
2.4.1 Hallituksen riippumattomuus	14
2.4.2 Toimitusjohtajan asema hallituksessa	18
2.4.3 Hallituksen koko	20
3. Hallituksen palkkiot ja kannustimet	22
3.1. Kiinteä käteispalkkio	23
3.2. Kokouspalkkiot	23
3.3. Osakkeet ja optiot	24
3.4. Muut palkitsemismuodot	28
3.5. Hallituksen palkitseminen Suomessa	28
3.6. Hallituksen palkittamiseen vaikuttavat tekijät	30
3.6.1 Agenttikustannukset	31
3.6.2 Hallituksen ominaisuudet	33
3.6.3 Omistusrakenne	34
4. Tutkimushypoteesit	35
5. Tutkimusaineiston muodostuminen ja kuvaus	38
5.1. Hallituksen palkkiot	39
5.1.1 Palkkiorakenne	41
5.1.2 Palkkiotasot	43
5.2. Yritysten ja hallitusten ominaisuudet	45
6. Tutkimusmenetelmät	47
6.1. Lineaarinen regressioanalyysi	47
6.1.1 Regressioanalyysiin liittyvät potentiaaliset ongelmat	48
6.2. Keskiarvotesti	48
6.3. Logistinen regressioanalyysi	49

7. Tutkimuksen tulokset	51
7.1. Palkkiotasoihin vaikuttavat tekijät	51
7.2. Osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavat tekijät.....	56
8. Yhteenveto.....	60
8.1. Yhteenveto tutkimustuloksista	60
8.2. Ehdotuksia jatkotutkimusaiheiksi	62
Liite 1. Tilastollinen yhteenveto valituista yrityksen ja hallituksen ominaisuuksista.....	63
Liite 2. Regressioanalyyseissa käytettyjen selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet	64
Liite 3. Logistisen regressioanalyysin tulokset osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön vaikuttavista tekijöistä.....	65
LÄHTEET.....	66

1. Johdanto

1.1. Tutkimuksen perusteet

Yritysten hyvä hallinto- ja valvontajärjestelmä eli ns. *corporate governance*¹ on saanut viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvanutta huomiota sekä julkisuudessa että akateemisessa tutkimuksessa. Becht ym. (2002) listaavat tekijöitä, joiden vuoksi mielenkiinto corporate governance -järjestelmiä kohtaan on viime vuosina lisääntynyt. Näistä tekijöistä seuraavat ovat olleet nähtävissä myös Suomessa:

- Viime vuosikymmenien *yksityistämiskehitys* on muuttanut omistusrakenteita ja siten myös hallintomekanismeja monissa suurissa yhtiöissä.
- *Eläkerahastojen* ja muiden *aktiivisten institutionaalisten sijoittajien* nopea lisääntyminen.
- *Pääomamarkkinoiden vapauttaminen ja integraatio* ovat lisänneet corporate governance -mekanismien merkitystä suhteessa lainsäädäntöön ja lisänneet kansainvälisten hallinnointiohjeiden tuntemuksen tärkeyttä.
- Viime vuosien *talousskandaalit* USA:laisissa yhtiöissä, esimerkiksi Enronissa ja WorldComissa, ovat korostaneet corporate governance -järjestelmien toimivuuden merkitystä.

Suomessakin valtionyhtiöiden asteittainen yksityistäminen, ammattijohtajien aseman vahvistuminen sekä institutionaalisten ja kansainvälisten sijoittajien merkityksen kasvu ovat johtaneet omistajalähtöisen johtamisen lisääntymiseen. Omistaja-arvon (shareholder value) maksimoinnista on tullut yritysten tärkein tehtävä.

Hallituksen jäsenet edustavat yrityksen omistajia ja huolehtivat omistajien edun toteutumisesta yrityksen johtamisessa. Suomessa yritysten hallitusten rooli on kasvanut viime vuosina samalla, kun koko yritysjärjestelmä on kokenut huomattavan muutoksen. Koventunut

¹ Corporate governance -termille ei ole olemassa vakiintunutta ja hyvää suomenkielistä vastinetta. Käännöksinä on käytetty mm. termejä hyvä hallintotapa, johtamisen valvonta, johtamis- ja valvontajärjestelmät.

kansainvälinen kilpailu, rahoittajien kasvaneet vaatimukset ja toiminnan tehostaminen ovat kasvattaneet hallituksen työn merkitystä. Hallituksen katsotaan olevan entistä enemmän vastuussa yrityksen menestymisestä. (Veranen, 1996). Samalla vaatimukset hallituksen jäsenten kyvykkyydestä ovat kasvaneet, ja osaavien ja aikaansa panostavien hallitusjäsenten rekrytointi on noussut yrityksille elintärkeäksi.

Hallitustyön todellisesta pettämisestä on saatuja ikäviä esimerkkejä myös Suomessa. Hirvosen ym. (1998) mukaan Suomen taloushistorian suurimmat virhepäätökset on tehty yrityksissä, joissa toimiva johto on ollut vailla vahvan ulkoisen hallituksen valvontaa. Esimerkkinä tästä he mainitsevat SKOP:in. Tuoreempaa esimerkkinä Lainema (1998) tuo esille 1990-luvun it-kuplan, jota hän pitää myös osittain huonon hallitustyön seurauksena.

Pääomarakenteen ja omistusrakenteiden muutokset ovat muuttaneet hallitusten palkitsemista. Osaavien hallituksen jäsenten houkuttelevuus ja sitouttaminen vaativat kilpailukykyistä palkitsemista. Lisäksi omistuksen hajautuessa sekä yrityksen johto että hallitus tarvitsevat paremmat kannustimet toimia omistajien edun mukaisesti. Erityisesti instituutiot ja ulkomaiset omistajat kannattavat palkitsemisjärjestelmiä, jotka varmistavat omistajaintressien toteutumisen.

Julkisuudessa hallitustyöhön liittyvä mielenkiinto on talousskandaalien lisäksi kohdistunut erityisesti hallitusten kasvaviin palkkioihin. Keväisin yhtiökokousten aikaan lehdet julkistavat kilvan tutkimuksiaan palkkioista ja pohtivat, ovatko palkkiot kohtuullisia. Hallituspalkkioista on viime vuosina otsikoitu mm. seuraavasti: *"Hallituspalkkiot kasvavat palkkoja nopeammin"* (Ahosniemi, 2004), *"Taitava johtaja tuplaa hallituspalkkiot"* (Koskinen, 2005), *"Yritykset nostavat kilvan hallituspalkkioita"* (Saarinen, 2006), ja *"Hallituspalkkioiden nousutehtailu jatkuu pörssiyhtiöissä"* (Kapanen, 2007).

Suomessa on tutkittu paljon yritysten johdon palkitsemista, mutta hallituksen palkitsemiseen ja kannustamiseen liittyvä tutkimus on ollut vähäisempää. Tutkimuksen tekemistä on vaikeuttanut tietojen saannin vaikeus, koska yritykset eivät yleensä ole julkistaneet yksityiskohtaisia tietoja hallituksen jäsenille maksetuista palkkioista.

Hallituksen palkitsemisen tutkimisen tekee ajankohtaiseksi uusien corporate governance-suositusten voimaantulo. Suositukset vaativat pörssiyhtiöiltä entistä suurempaa avoimuutta

ja läpinäkyvyyttä. Uusien suositusten mukaan pörssiyhtiöiden tulee julkistaa hallituksen jäsenille maksamiensa palkkioiden suuruus sekä se, käytetäänkö palkkioiden maksamiseen yhtiön osakkeita tai optioita. Suositukset tulivat ensimmäistä kertaa noudatettaviksi vuoden 2004 vuosikertomuksissa, vaikka useat yhtiöt julkistivat nämä tiedot jo vuoden 2003 vuosikertomuksissaan.

1.2. Tutkimustavoitteet ja rajaukset

Tutkimuksen kahdesta tavoitteesta ensimmäinen on esittää ajankohtaisia tunnuslukuja suomalaisten pörssiyritysten hallitusten jäsenten palkitsemisen tasosta ja rakenteesta sekä palkitsemiseen käytetyistä instrumenteista. Toinen tavoite on analysoida yrityskohtaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat hallituksen jäsenten palkkioiden suuruuteen ja osakkeiden tai optioiden käyttöön hallituksen palkitsemisessa. Analyysin päätavoitteena on selvittää, onko hallituksen jäsenten palkkiot asetettu agenttiteorian mukaisesti vähentämään agenttikustannuksia.

Tutkimuksessa on keskitytty hallituksen jäsenten taloudelliseen palkitsemiseen ja kannustamiseen. Muita palkitsemis- ja kannustamismuotoja on käsitelty lyhyesti tutkimuksen teoriaosuudessa. Aiempien tutkimusten tavoin tutkimuksessa analysoidaan yrityksen ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkkioita. Siten laskelmiin ei ole sisällytetty päätoimisten puheenjohtajien ja varapuheenjohtajien palkkoja ja luontoisetuja.

1.3. Tutkielman rakenne

Tutkielman loppuosa rakentuu seuraavasti: Luvussa kaksi havainnollistetaan agenttiteorian avulla yrityksen omistajien ja hallituksen välisiä ongelmia ja niistä aiheutuvia agenttikustannuksia, käsitellään hallitustyöskentelyyn liittyvää lainsäädäntöä ja suosituksia sekä hallituksen tehtäviä ja hyvän hallituksen ominaisuuksia. Kolmannessa luvussa käsitellään hallituksen palkitsemiseen ja kannustamiseen liittyviä tutkimuksia. Luku neljä esittelee tutkimuksen empiirisen osan hypoteesit. Luvussa viisi esitellään tutkimusaineiston muodostuminen ja kuvaus ja luvussa kuusi tutkimusmenetelmät. Seitsemäs luku keskittyy tutkimustulosten esittelyyn. Päättävässä kahdeksannessa luvussa esitetään yhteenveto keskeisistä tutkimustuloksista ja johtopäätökset sekä jatkotutkimuskohteet.

2. Taustaa tutkimukselle

Tässä luvussa käsitellään lyhyesti palkitsemisen ja kannustinjärjestelmien tutkimisen lähtökohtana olevaa agenttiteoriaa, hallitustyöskentelyyn liittyvää lainsäädäntöä ja suosituksia sekä hallituksen tehtäviä ja hyvän hallituksen ominaisuuksia.

2.1. Agenttiteoria

Vallitsevan taloustieteellisen näkemyksen mukaan agenttiteoria toimii perustana analysoitaessa corporate governance -järjestelmiä. Agenttiteorian mukaan yritysten omistuksen ja johdon eriytyminen luovat agenttikustannuksia, jotka ovat seurausta omistajien (päämies) ja johdon (agentti) intressien ristiriitaisuudesta. Agenttiongelman ovat tuoneet esiin mm. Berle ja Means (1932) sekä Jensen ja Meckling (1976). Agenttiongelma muodostuu, kun johdon ja yrityksen omistajien intressit poikkeavat toisistaan. Rahoitusteoriassa molempien osapuolien oletetaan olevan rationaalisia ja tavoittelevan siten oman kokonaisetunsa maksimointia. Yrityksen omistajat tavoittelevat sijoitukselleen mahdollisimman hyvää tuottoa eli pyrkivät siten yrityksen markkina-arvon maksimointiin. Johdon edun maksimointiin saattaa sitä vastoin liittyä oman palkan ja luontaisetujen lisääminen sekä esimerkiksi henkilökohtaisen riskin kontrollointi yrityksen riskiä alentamalla. Suuri osa johdon tulevaisuuden kassavirroista (palkka) on sidottu yrityksen menestykseen, mikä saattaa johtaa korkeariskisten projektien välttämiseen. Tämän katsotaan johtavan siihen, että yritysjohto suosii matalariskisempää strategiaa kuin mikä olisi omistajien kannalta edullista. Tätä vahvistaa se tosiseikka, että konkurssin sattuessa johdon mahdollisuudet saada vastaava asema on hyvin rajoittunut.

Ongelman ratkaisu olisi niin sanotun täydellisen sopimuksen kirjoittaminen osapuolten välille. Shleifer ja Vishny (1997) tiivistävät täydellisen sopimuksen ominaisuudet seuraavasti: Täydellinen sopimus määrittää yksityiskohtaisesti, miten agentin tulee toimia kaikissa mahdollisissa tilanteissa ja miten tuotot allokoidaan. Se ei kuitenkaan käytännössä ole mahdollista, sillä yrityksen omistajat eivät tiedä, mitkä toimet kasvattavat yrityksen arvoa. Johdon toimia on jälkikäteenkin vaikea arvioida, sillä omistajien tiedossa ei aina ole päätöksentekohetkellä avoimina olleita vaihtoehtoja, eikä eri vaihtoehtojen mahdollisia seurauksia. Omistajat pystyvät siis valvomaan työn lopputulosta, mutta eivät sitä, mikä on

ollut johdon ja mikä muiden tekijöiden vaikutus lopputulokseen. (Fama, 1980, Fama ja Jensen, 1983)

Esimerkkejä agenttiongelmista ovat mm. (Jensen ja Meckling, 1976):

- *Työmäärän vähentäminen.* Johto saattaa karttaa sellaisten investointien läpivientiä, joihin liittyy suuri työmäärä ja paljon stressiä.
- *Henkilökohtaiset luontaisedut.* Johto saattaa ottaa itselleen henkilökohtaisia etuja esimerkiksi ajamalla kalliimmalla autolla tai valitsemalla kalliimman lennon.
- *Imperiumin rakentaminen.* Yritysjohtajalle maineen merkitys on suuri etenkin mahdollisten tulevien asemien tavoittelussa ja siten heille saattaa olla tärkeää johtaa isoa yritystä. Johdolla voi siis olla taipumus kasvattaa yritystä, vaikka se ei yrityksen arvonn kannalta olisi edullista.
- *Suojainvestoinnit.* Yritysjohto saattaa suosia sellaisia investointeja, joihin johdon erityisosaaminen liittyy. Tällä tavalla johto voi suojata omaa asemaansa tavalla, joka ei välttämättä ole omistajien edun mukaista.
- *Riskin välttäminen.* Ellei johto hyödy mahdollisista tuotoista, jotka seuraavat korkeampiriskisiä projekteja, on johdolle edullisempaa valita matalariskisempiä projekteja.

Jensen ja Meckling (1976) jakavat agenttikustannukset kolmeen luokkaan: valvontakustannuksiin, sitouttamiskustannuksiin ja jäännöstappioon. Valvontakustannukset muodostuvat johdon toiminnan mittaamisesta ja tarkkailusta. Sitouttamiskustannukset ovat menoja, jotka aiheutuvat johdon ja yrityksen välisistä sopimuksista. Jäännöstappio muodostuu, jos johdon toiminta ei valvonnasta ja sitouttamisesta huolimatta ole omistajien kannalta optimaalista.

Kirjallisuudessa esitetään useita keinoja, joiden avulla agenttikustannuksia voidaan vähentää (Fama, 1980, Brealy ja Myers, 2000):

- *Valvonta.* Osakkeenomistajien suorittamalla valvonnalla voidaan vähentää kaikkein helpoiten havaittavia agenttikustannuksia, kuten esimerkiksi henkilökohtaisten luotaisetujen määrää. Valvonta on kuitenkin kallista, eikä se yleensä ratkaise sitä tosiseikkaa, että johdolla on paljon parempi käsitys yrityksen tilasta kuin omistajilla.
- *Työmarkkinat.* Hyvä maine on tärkeää yritysjohtajille, ja tämän pitäisi johtaa siihen, että yritysjohto pyrkii toimimaan yrityksen etujen mukaisesti. Jos johto ei toimi yrityksen etujen mukaisesti, erottamisen riski kasvaa ja uuden vastaavan aseman saavuttaminen saattaa olla vaikeaa. Myös korkeamman aseman tavoittelu samassa tai toisessa yrityksessä voi johtaa omistajien näkökulmasta toivottuun käyttäytymiseen.
- *Osakemarkkinat.* Agenttikustannukset laskevat yrityksen markkina-arvoa, mikä saattaa nostaa yritysoston todennäköisyyttä. Tällaisen yritysoston motiivina on usein toimivan johdon vaihtaminen ja siten yrityksen arvon nopea nostaminen. Toimivalle johdolle jo tällaisen yritysoston uhka saattaa toimia motiivina yrityksen arvon ylläpitämiseen ja siten omistajien edun mukaiseen toimintaan.
- *Palkitseminen.* Palkitsemisen avulla omistajien ja johdon intressejä voidaan lähentää. Palkkio voi perutua joko johdon työskentelylle ja aktiivisuudelle tai johdon toiminnan seuraamuksille. Koska johdon työskentelyä on usein mahdotonta mitata, perustuvat useimmat kannustinjärjestelmät tuloksen mittaamiseen. Tulosta mitataan lähinnä kirjanpidon tuloksesta tai osakekurssin kehityksestä.

Yleensä agenttiteoriaa sovelletaan yrityksen johdon ja osakkeenomistajien väliseen suhteeseen, mutta sitä voidaan soveltaa myös yrityksen hallitukseen. Tässä agenttisuhteessa hallitus toimii yrityksen osakkeenomistajien palkattuna agenttina ja osakkeenomistajat hallitusta valvovana päämiehenä. Myös hallituksen ja omistajien intressien välillä esiintyy ristiriitoja, jotka aiheuttavat agenttikustannuksia. (katso esim. Fama ja Jensen, 1983). Näiden agenttikustannusten vähentämiseen käyvät periaatteessa myös edellä esitetyt keinot. Tässä tutkimuksessa keskitytään palkitsemisen käyttöön osakkeenomistajien ja hallituksen välisten intressiristiriitojen vähentäjänä.

2.2. Corporate governance

Yritystoimintaa säätelee lainsäädäntö, joka poikkeaa eri maissa paljonkin toisistaan. Suomessa osakeyhtiölaki (OYL) on keskeisin osakeyhtiöihin sovellettava, kattava yleislaki. Osakeyhtiölaki on monin osin tahdonvaltaista oikeutta, josta voidaan poiketa esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä. Osakeyhtiöihin ja samalla hallitustyöskentelyyn vaikuttavat myös kirjanpitolaki ja -asetus (KPL ja KPA), verotusta koskeva tuloverolaki (TVL) ja laki elinkeinotulon verottamisesta (EVL) sekä tilintarkastuslaki. Pörssiyhtiöihin sovelletaan lisäksi arvopaperimarkkinalakia (AML) ja lakia arvo-osuusjärjestelmistä (AOJL). Lainsäädännön lisäksi on olemassa erilaisia suosituksia, joita esimerkiksi pörssit edellyttävät niissä listattujen yritysten noudattavan.

Ulkomaisista corporate governance -suosituksista merkittävimpiä on Yhdysvaltojen Sarbanes-Oxley-laki (*Sarbanes-Oxley Act of 2002*), joka säädettiin kirjanpitoskandaalien jälkeen 30.7.2002. Lain tavoitteena on suojella sijoittajia parantamalla yrityksen julkistamien tietojen luotettavuutta ja oikeellisuutta. The Securities and Exchange Commission (SEC) on laatinut tarkemmat säännöt lainkohtia tukemaan. Euroopassa tunnetuimpia ovat Englannissa julkaistut ns. *Cadbury Code* (1992) ja *Greenbury Code* (1996), joista ensin mainitussa on hallituksen kokoonpanoon ja työskentelytapaan, jälkimmäisessä hallituksen ja toimivan johdon palkitsemiseen liittyviä suosituksia. *The Combined Code on Corporate Governance* (2003) yhdistää Cadbury Coden, Greenbury Coden sekä Turnbullin raportin sisäisestä tarkastuksesta [*Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)*, 1999], Smithin raportin tilintarkastajien valvontaelimistä [*Audit Committees – Combined Code Guidance (the Smith Report)*, 2003] ja elementtejä Higgsin raportista riippumattomista johtajista (*The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors*, 2003). Lontoon pörssissä noteeratut yhtiöt on veloitettu noudattamaan tätä suositusta. Kansainvälisesti OECD on määritellyt yleiset corporate governance -pääperiaatteet (*OECD Principles of Corporate Governance 2004*). Periaatteet määrittävät osakkeenomistajien oikeudet, sidosryhmien roolit ja hallituksen vastuualueet. Lisäksi ne asettavat vaatimuksia osakkeenomistajien yhdenvertaiselle kohtelulle, taloudelliselle tiedottamiselle ja läpinäkyvyydelle.

Suomessa Keskuskauppakamarin ja Teollisuuden ja Työnantajien Keskusliiton (TT) asettama corporate governance -työryhmä laati vuonna 1996 ensimmäiset suositukset julkisten

yhtiöiden hallinnoinnin minimivaatimuksista. Suositukset koskivat lähinnä ohjeita corporate governance -käytäntöjen julkistamisesta. Vuonna 2003 HEX Oyj, Keskuskauppakamari ja TT laativat uuden suosituksen listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä. Helsingin Pörssi on sääntöjensä nojalla ottanut suosituksen osaksi listayhtiöitä koskevaa sääntelyään. Suositus tuli voimaan 1.7.2004. Suosituksen keskeiset kohdat liittyvät hallituksen jäsenten riippumattomuuteen, heidän palkitsemisensa avoimuuteen ja hallituksen työskentelyn tehostamiseen mm. valiokuntia perustamalla. Suositus käsittelee lisäksi muun muassa seuraavia seikkoja: yhtiökokouksen järjestäminen, hallituksen toiminta, hallituksen jäsenten valinta, lukumäärä ja toimikausi, hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä koskevien tietojen esittäminen sekä sisäinen valvonta, riskienhallinta ja sisäinen tarkastus.

Suositus on laadittu noudatettavaksi ns. *Comply or Explain* -periaatteen mukaisesti siten, että yhtiön tulee noudattaa suositusta kokonaisuudessaan. Mikäli yhtiöllä on perusteltu syy poiketa suosituksesta, yhtiön pitää ilmoittaa poikkeamisesta ja sen syystä. Yhtiön on myös annettava yhtenäinen selostus hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistään (*Corporate Governance Statement*). Suosituksessa edellytettävät tiedot yhtiön on selostettava vuosikertomuksessaan ja internet-sivuillaan.

Suosituksen tavoitteena on listayhtiöiden toimintatapojen yhtenäistäminen, toiminnan läpinäkyvyyden parantaminen sekä sijoittajille ja osakkeenomistajille annettavan tiedon yhtenäistäminen. Työryhmän mukaan tämä lisää kotimaisten ja ulkomaisten sijoittajien mielenkiintoa suomalaisiin listayhtiöihin ja edistää luottamusta Suomen arvopaperimarkkinoihin. (HEX Integrated Markets Oy ym., 2003)

Suomessa valtiolla on merkittävä rooli taloudessa. Valtio on suurin suomalaisyhtiöiden omistaja ja valtionyhtiöillä on yhä huomattava asema Suomen talouselämässä. Valtiolla on merkittäviä osakeomistuksia 54 yhtiössä, joista 12 on listattu pörssiin. Useimmissa näistä valtio on merkittävä tai peräti suurin osakkeenomistaja. Valtion corporate governance -politiikan keskeinen väline on kauppa- ja teollisuusministeriön (KTM) suositus *Corporate governance -kysymysten käsittely valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä* (2000). Lisäksi KTM:n talouspoliittinen ministerivaliokunta on ottanut kantaa palkitsemiseen ja hallitusjäsen ehdokkaiden nimeämiseen valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä (KTM 2007 ja 2004).

Myös suuret institutionaaliset sijoittajat pyrkivät vaikuttamaan yritysten corporate governance -käytäntöihin. Yhdysvalloissa the California Public Employees' Retirement System (CalPERS) -eläkerahasto on ollut keskeisessä roolissa osakkeenomistaja-aktiivisuuden edelläkävijänä ja corporate governance -keskustelun ylläpitäjänä (Hawley, Williams ja Miller, 1994). Suomessa esimerkiksi eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen on julkistanut avoimesti omistajapoliittiset periaatteensa, joissa otetaan kantaa mm. hallituksen kokoonpanoon ja kannustinjärjestelmiin (Jurvelin, 2003).

2.3. Hallituksen tehtävät

Hallituksen tehtäviin vaikuttavat monet lait ja muut säädökset, joita on käsitelty edellä. Monet laeista ja muista säännöksistä johtuvat hallituksen tehtävät ovat sellaisia, että hallitus delegoi ne toimivalle johdolle. Hallitukselle jää kuitenkin valvontavastuu.

Hallituksen yleistöimivalta yhtiön toiminnan ohjaajana perustuu Suomessa osakeyhtiölakiin. Hallituksen lakimääräisiin tehtäviin kuuluu huolehtia yhtiön toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä. Hallituksen on myös huolehdittava siitä, että kirjanpidon ja varainhoidon valvonta on asianmukaisesti järjestetty. Hallitukselle kuuluvat kaikki sellaiset asiat, joita ei laissa tai yhtiöjärjestyksessä ole määrätty yhtiön muiden toimielinten tehtäväksi. OYL perustuu pitkälti tahdonvaltaiseen lainsäädäntöön, joka mahdollistaa yhtiön organisoinnin ja hallinnon järjestämisen tarkoituksenmukaisella tavalla. Pakottavia säännöksiä on laadittu lähinnä tärkeiden periaatteiden, esimerkiksi vähemmistöomistajasuojan toteutumisiksi.

Faman ja Jensenin (1983) agenttiteoriaan perustuvan luokittelumallin mukaan julkisen yhtiön päätäntäprosessi jakaantuu neljään osaan:

1. Alkuunpano, johon sisältyy ehdotusten luominen resurssien allokaatiolle ja sopimusten rakentaminen.
2. Vahvistaminen eli toteutettavien päätäntävaihtoehtojen valinta.
3. Toteuttaminen.

4. Valvonta, johon sisältyy päättävien agenttien suorituksen mittaaminen ja palkitsemisen toteutus.

Yrityksen johdon tehtävänä on päättäväisyyttä, eli alkuunpano ja toteutus. Hallituksen tehtävänä on päätösten kontrollointi, joka sisältää vahvistamisen ja valvonnan.

Dallas (2003) näkee hallituksella kolme eri roolia: johdon valvontarooli (manager-monitoring), suhteiden ylläpitoon liittyvä (relational) rooli ja strateginen (strategic) rooli. Lainsäädännön uudistukset ovat keskittyneet lähinnä hallituksen valvontatehtäviin. Hallitusten suhteiden ylläpitoon liittyvä rooli on jäänyt vähemmälle huomiolle. Tämä rooli viittaa hallituksen jäsenten käyttämiseen sidosryhmäsuhteiden hoitajina. Hallitus välittää informaatiota ja näkökulmia yhtiön ja sen eri sidosryhmien välillä ja pyrkii varmistamaan sidosryhmiltä saatavan jatkuvan tuen yhtiön toiminnalle. Näihin sidosryhmiin kuuluvat osakkeenomistajien lisäksi myös asiakkaat, työntekijät, tavarantoimittajat, rahoittajat ym. intressitahot. Esimerkiksi Jensen (2001) väittää, että yritykset eivät voi maksimoida arvoaan, jos ne jättävät sidosryhmiensä intressit huomiotta.

Dallasin (2003) mukaan hallituksen strateginen rooli on yleensä nähty osana valvonta- ja suhderooleja, mutta hallituksella on myös erillinen strategiseen johtamiseen liittyvä tehtävä. Hallituksen strategiseen rooliin kuuluu yhtiön strategian kehittäminen ja toteuttaminen hallitustasolla.

Demb ja Neubauer (1990) ovat tutkineet kansainvälisten yritysten hallitustyöskentelyä. Heidän tutkimuksensa perusteella hallituksen jäsenet pitävät hallituksen tärkeimpinä tehtävinä seuraavia:

- Strategisesta suunnasta ja toimintatavoista päättäminen.
- Toimitusjohtajan ja ylimmän johdon valitseminen, erottaminen ja seuraajien etsiminen.
- Seuranta ja valvonta.
- Osakkeenomistajista huolehtiminen ja osinkojen turvaaminen.
- Resurssien käytöstä ja investoinneista ja desinvestoinneista päättäminen.

Valvontatehtävän lisäksi hallituksen tulisi siis osallistua aktiivisesti myös päätöksentekoon ja liiketoiminnan kehittämiseen, eikä tyytyä olemaan pelkkä passiivinen valvontaelin.

2.4. Hyvän hallituksen ominaisuudet

Hallituksen jäsenet edustavat yrityksen omistajia ja huolehtivat omistajien edun toteutumisesta yrityksen johtamisessa. Omistajuus ei kuitenkaan välttämättä tuo riittävää pätevyyttä hallitustyöskentelyyn, minkä vuoksi omistajia ei tulisi automaattisesti valita yrityksen hallitukseen. Pörssiyhtiössä omistus on laajalle hajautunutta, mutta hallituksen jäsenten tulisi silti huolehtia tasapuolisesti kaikkien omistajien intresseistä. (Veranen, 1996)

Hallituksessa tulisi olla edustettuna erilaista osaamista, kokemusta ja näkemystä ja lisäksi hallituksen pitäisi pystyä työskentelemään ryhmänä. Hallituksen rakenteen tulisi olla monimuotoinen, jotta se toisi erilaisia näkökulmia hallitustyöskentelyyn. Hallituksen rakenteella viitataan yleensä mm. hallituksen jäsenten kokemukseen, koulutukseen, ikään, sukupuoleen, hallitusvuosiin, omistukseen yhtiössä, ulkopuolisten tai riippumattomien jäsenten osuuteen sekä ulkomaalaisjäsenten määrään. Hallituksen koko eli hallitusjäsenten lukumäärä vaikuttaa hallituksen tehokkuuteen ja toimivuuteen ryhmänä. Lisäksi hallituksen tehokkuuteen vaikuttaa hallituksen jäsenten mahdollisuus käyttää aikaansa hallitustyöskentelyyn.

Empiirisessä tutkimuksessa avainkysymyksenä on tarkasteltu hallituksen riippumattomuutta yrityksen toimitusjohtajasta ja muusta johdosta. Yleensä muiden hallituksen ominaisuuksien, kuten esimerkiksi hallituksen koon ja rakenteen on oletettu vaikuttavan myös hallituksen riippumattomuuteen. (Hermalin ja Weisbach, 2003) Tässä luvussa tarkastellaan hallituksen ominaisuuksista tarkemmin hallituksen riippumattomuutta sekä siihen liittyen toimitusjohtajan asemaa hallituksessa ja hallituksen kokoa.

2.4.1 Hallituksen riippumattomuus

Ulkopuoliseksi (outsider) hallituksen jäseneksi luokitellaan yleensä henkilöt, jotka eivät kuulu yhtiön johtoon tai työntekijöihin. Näitä taas kutsutaan *sisäiseksi (insider)* hallituksen jäseniksi. Riippumattomuuden edellytyksenä voidaan pitää myös, ettei hallituksen jäsenellä ole muita merkittäviä yhteyksiä yhtiöön. Tällaisia voivat olla esimerkiksi toimiminen yhtiön

konsulttina, tilintarkastajana, lakimiehenä tai muuna neuvonantajana tai toimiminen merkittävän asiakas- tai tavarantoimittajayrityksen johdossa. Jäsenen riippumattomuuden esteenä voi olla myös ns. ristikkäinen valvontasuhte, eli kuuluminen toimivaan johtoon sellaisessa yhtiössä, jonka hallituksen jäsen kuuluu valvottavan yhtiön toimivaan johtoon. Lisäksi riippumattomiksi ei katsota henkilöitä, jotka ovat aiemmin kuuluneet yrityksen johtoon tai ovat yrityksen nykyisen johdon sukulaisia. Erotukseksi ulkopuolisista jäsenistä tällaisia hallituksen jäseniä on kutsuttu kirjallisuudessa *harmaiksi* (*grey*), ja kaikkia muita hallituksen jäseniä *riippumattomiksi* (*independent*). (katso esim. Yermack, 1996 tai Bhagat ja Black, 2001) Tässä tutkimuksessa käytetään samoja termejä ja määritelmiä hallituksen jäsenistä.

Suomalaisen corporate governance -suosituksen (HEX Oyj ym., 2003) mukaan hallituksen jäsenten enemmistön on oltava riippumattomia yhtiöstä. Suositusten määrittelemä riippumattomuus yhtiöstä vastaa edellä esitettyä kirjallisuudessa esiintyvää määritelmää, mutta lisäksi hallitus voi kokonaisarvioinnin perusteella katsoa, ettei jäsen ole riippumaton yhtiöstä, jos hän on mukana yhtiön tulokseen sidotussa palkitsemisjärjestelmässä tai tiedossa on muu seikka, joka voi vaikuttaa jäsenen itsenäisyyteen ja kykyyn edustaa kaikkia osakkeenomistajia. Lisäksi vähintään kahden yhtiöstä riippumattoman jäsenen on oltava riippumattomia yhtiön merkittävistä osakkeenomistajista. Merkittävänä osakkeenomistajana pidetään sellaista, jolla on vähintään 10 % yhtiön kaikista osakkeista tai yhteenlasketusta äänimäärästä.

Hallitusten riippumattomuus on lisääntynyt viimeisen kolmenkymmenen vuoden aikana merkittävästi. Yhdysvalloissa sisäiset jäsenet dominoivat hallituksia vuoteen 1970 asti. Esimerkiksi Baysingerin ja Butlerin (1985) otoksessa 266 suuresta yrityksestä vuonna 1970 54 prosenttia hallituksen jäsenistä oli sisäisiä, 26 prosenttia harmaita ja vain 20 prosenttia riippumattomia. Vuoteen 1980 mennessä heidän otoksensa sisäisten jäsenten määrä oli laskenut 43 prosenttiin ja riippumattomien määrä noussut 31 prosenttiin. Bhagatin ja Blackin (1999) otoksessa vuodelta 1991 sisäisten hallituksen jäsenten osuus oli 23 prosenttia, harmaiden 13 prosenttia ja riippumattomien 64 prosenttia. Mediaaniyrityksessä oli yksitoista hallituksen jäsentä, joista kolme sisäisiä, yksi harmaa ja seitsemän riippumattomia. Vuonna 1997 vastaavilla yrityksillä sisäisten hallituksen jäsenten määrä oli pudonnut keskimäärin kahteen ja 56 prosentilla yrityksistä hallituksessa oli vain yksi tai kaksi sisäistä jäsentä.

Valennon (2003) tutkimuksen mukaan vuonna 2000 suomalaisen pörssiyhtiön hallituksessa oli keskimäärin 81,0 prosenttia ulkoisia ja 19,0 prosenttia sisäisiä jäseniä².

Yleisesti uskotaan, että ulkopuoliset hallituksen jäsenet toimivat operatiivisen johdon valvonnassa suuremmassa roolissa kuin yrityksen sisäiset jäsenet. Ulkopuolisten jäsenten vaikutusta ovat tutkineet mm. Fama ja Jensen (1983), joiden mukaan ulkopuolisilla hallituksen jäsenillä on merkittävä rooli agenttikustannusten vähentämisessä. Tätä tukee myös Rosensteinin ja Wyattin (1990) tekemä havainto, että markkinat reagoivat positiivisesti ulkopuolisen jäsenen nimittämiseen yhtiön hallitukseen. He havaitsivat tutkimuksessaan keskimäärin 0,2 prosentin tilastollisesti merkittävän nousun pörssikurssissa nimityksen julkistamispäivänä. Hermalin ja Weisbach (2003) tosin tuovat esiin, että yritykset vaihtavat hallituksen jäseniä oletettavasti parantaakseen toimintaansa ja siten lisätäkseen yrityksen arvoa. Siten kaikkien hallituksessa tapahtuvien muutosten tulisi nostaa pörssikurssia. On siis vaikea sanoa, johtuuko kurssinousu nimitetyn hallituksen jäsenen ulkopuolisuudesta.

Empiiriset tutkimukset eivät ole kiistatta pystyneet osoittamaan, että hallituksen riippumattomuudella olisi yhteyttä yrityksen tulokseen. Useissa tutkimuksissa on analysoitu ulkopuolisten jäsenten osuuden ja yrityksen tuloksen välistä yhteyttä. Hermalin ja Weisbach (1991), Mehran (1995), Klein (1998) sekä Bhagat ja Black (2001) tutkivat ulkopuolisten jäsenten osuuden ja yrityksen kirjanpidollisten kannattavuusmittareiden välistä korrelaatiota, mutta eivät löytäneet merkittäviä tuloksia. Hermalinin ja Weisbachin (1991) sekä Bhagatin ja Blackin (2001) tutkimuksissa ei löytynyt merkittävää korrelaatiota myöskään yrityksen arvostusta mittaavan Tobinin Q:n ja ulkopuolisten hallitusten jäsenten osuuden välillä. Bhagat ja Black (2001) eivät löytäneet yhteyttä myöskään hallituksen riippumattomuuden ja pitkän aikavälin osaketuoton välillä. Valento (2003) tutki asiaa suomalaisella aineistolla ja päätyi vastaaviin tuloksiin.

Tutkijat ovat saaneet tilastollisesti merkittäviä tuloksia hallituksen riippumattomuuden vaikutuksesta tiettyihin päätöksiin ja toimenpiteisiin. Weisbachin (1988) mukaan hallituksen ulkopuolisten jäsenten määrällä on merkittävä positiivinen korrelaatio toimitusjohtajan

² Valento luokitteli vain yrityksen entiset työntekijät ja yrityksen johdon sukulaiset harmaiksi. Valennon tutkimuksesta ei ilmene muiden harmaiksi luokiteltavien jäsenten osuus, joten olen luokitellut tulokset vain ulkoisiin ja sisäisiin jäseniin.

vaihtamiseen huonon tuloksen jälkeen. Ulkopuolisten jäsenten dominoivat hallitukset vaikuttavat kurssireaktioiden perusteella tekevän myös parempia yritysostoja (Byrd ja Hickman, 1992) ja neuvottelevan tehokkaammin yritysvaltaustilanteissa (Cotter ym., 1997).

Hallitus nähdään nykyään laajemmassa roolissa kuin vain omistajien välineenä valvoa johtoa. Hallitus on yrityksen strateginen resurssi, joka toimii johdon keskustelukumppanina ja tuo jäsentensä taitojen ja kokemuksen kautta erilaisia näkemyksiä päätöksentekoon. Hallituksen roolin laajentuminen on muuttanut myös hallituksen jäsenille asetettavia vaatimuksia. Ymmärtääkseen yrityksen liiketoimintaympäristöä, hallituksen jäsenillä tulisi olla riittävästi toimialan tuntemusta. Vaikka riippumattomat hallituksen jäsenet voivat olla tehokkaita johdon valvonnassa, paras toimialan tuntemus on kuitenkin yleensä yrityksen sisällä ja sen kilpailijoilla. Kilpailijayritysten johtoa ei luonnollisesti voida käyttää hallituksen jäseninä. Toimittajien tai asiakkaiden johdon edustajat voisivat myös tuoda kaivattua toimialaosaamista hallitukseen, mutta heidän intressinsä voivat olla ristiriidassa yrityksen ja sen omistajien intressien kanssa. Sisäiset hallituksen jäsenet voivat tuoda hallitukseen parempaa tietoa strategisten kysymysten ja investointipäätösten tueksi. Toimialatuntemuksen merkityksen korostaminen voi osittain selittää sen, miksi joissakin yrityksissä on useita johdon edustajia hallituksessa (Weisbach, 1988). Mm. Klein (1998) tukee näkemystä sisäisten hallitusten jäsenten lisäarvosta hallituksen strategiselle työskentelylle. Hänen tutkimuksessaan ilmeni positiivinen yhteys yrityksen kannattavuuden ja hallituksen investointi- ja rahoitusvaliokuntien sisäisten jäsenten osuuden välillä.

Toiseksi selitykseksi yrityksen sisäisten hallituksen jäsenten käyttöön mm. Weisbach (1988) on ehdottanut sitä, että se antaa yrityksen ulkopuolisille hallituksen jäsenille paremman mahdollisuuden tarkkailla toimitusjohtajan potentiaalisia seuraajaehdokkaita. Samalla nämä seuraajaehdokkaat voivat antaa arvokasta tietoa yrityksestä sen ulkopuolisille jäsenille pyrkiessään osoittamaan kyvykkyytensä toimitusjohtajan paikalle.

Niitä tekijöitä, jotka vaikuttavat valittuun riippumattomien jäsenten osuuteen hallituksessa, ei ole juurikaan tutkittu. Hermalin ja Weisbach (1998) esittävät, että yrityksen huono kannattavuus johtaa hallituksen riippumattomuuden lisäämiseen. Tukia (2001) osoittaa tutkimuksessaan, että hallituksen riippumattomuus on yhteydessä yrityksen sijoittajarakenteeseen. Suomalaiset institutionaaliset sijoittajat pitävät hallituksen riippumattomuutta tärkeänä. Tukian tutkimustulosten mukaan niissä yhtiöissä, joissa

kotimaisten institutionaalisten sijoittajien omistus on merkittävää, hallitukset ovat riippumattomampia kuin yhtiöissä, joissa merkittävä osa omistajista on kotitalouksia. Myös Valento (2003) havaitsi yhteyden hallituksen riippumattomuuden ja omistusrakenteen välillä. Hänen tutkimuksensa mukaan suurten osakkeenomistajien määrällä ja yrityksen kasvumahdollisuuksilla on positiivinen yhteys hallituksen riippumattomuuteen. Yrityksen sisäisten hallitusten jäsenten (useimmiten toimitusjohtaja) omistusosuuden vaikutus hallituksen riippumattomuuteen vaihtelee: vaikutus on negatiivinen, kun omistusosuus on matala tai korkea ja positiivinen, kun omistusosuus on kohtalainen. Päinvastoin kuin Tukia, Valento ei löytänyt yhteyttä kotimaisen institutionaalisen omistuksen ja hallituksen riippumattomuuden välillä. Myöskään hallituksen koolla tai toimialalla ei ollut merkitsevää vaikutusta.

2.4.2 Toimitusjohtajan asema hallituksessa

Yhdysvalloissa sekä julkisuudessa että akateemisessa tutkimuksessa on kiinnitetty runsaasti huomiota toimitusjohtajan mahdolliseen kaksoisrooliin, eli toimitusjohtajan toimimiseen myös hallituksen puheenjohtajana. Kaksoisroolin on katsottu vähentävän hallituksen riippumattomuutta ja heikentävän hallituksen kykyä ja halua valvoa tehokkaasti johdon toimia. Yhdysvalloissa toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien yhdistäminen on hyvin tavallista. Vielä 1990-luvun puolivälissä lähes 80 prosenttia suurista amerikkalaisista yrityksistä yhdisti nämä tehtävät (Haapanen ym., 2002). Useimmat corporate governance -säännökset suosittelevat toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan tehtävien erottamista. On ehdotettu myös, että toimitusjohtajan hallitusjäsenyys tulisi kokonaan kieltää ja toimitusjohtaja saisi olla läsnä hallituksen kokouksissa vain, kun se on välttämätöntä. Toinen näkemys on, että riittää, ettei toimitusjohtaja ole jäsenenä nimitys-, palkitsemis- ja tarkastusvaliokunnassa.

Yhdysvalloissa toimitusjohtaja ansaitsee hallituksen puheenjohtajan aseman usein saadessaan yrityksen tuottavammaksi kuin kilpailijat. Brickley ym. (1997) väittävät, että puheenjohtajan titteli toimii palkkiona uudelle toimitusjohtajalle, joka suoriutuu erinomaisesti ja nauttii ulkopuolisten hallituksen jäsenten luottamusta. Heidän mukaansa roolien erottaminen veisi hallitukselta tärkeän instrumentin, jolla motivoida ja palkita uusia toimitusjohtajia.

Joissakin yhtiöissä toimitusjohtaja valitaan hallituksen puheenjohtajaksi hänen jäädessään eläkkeelle toimitusjohtajan tehtävästä. Käytäntöä perustellaan sillä, että entinen toimitusjohtaja tuntee yrityksen ja hänelle on kertynyt runsaasti toimialaan liittyvää tietoa. Eläkkeelle jääneen toimitusjohtajan ei kuitenkaan katsota olevan riippumaton yrityksen toimivasta johdosta.

Empiiriset tutkimukset antavat jonkin verran näyttöä kaksoisroolin haitoista. Esimerkiksi Goyalin ja Parkin (2002) mukaan kaksoisrooli vaikeuttaa huonosti suoriutuvan toimitusjohtajan vaihtamista, mikä voi vähentää hallituksen joustavuutta puuttua suorituksen merkittävään heikkenemiseen. Dayha ym. (2002) havaitsivat, että huonosti suoriutuvan toimitusjohtajan vaihtaminen on yleisempää yrityksissä, joissa toimitusjohtaja ei toimi hallituksen puheenjohtajana ja hallituksessa on vähintään kolme ulkopuolista jäsentä. Näissä yrityksissä myös sekä operatiivinen että pörssikurssilla mitattu tuotto oli parempi. Yermack (1996) taas havaitsi, että suurten teollisuusyritysten osakekurssin suhde kirja-arvoon (price-to-book) on korkeampi, jos toimitusjohtaja ei toimi hallituksen puheenjohtajana.

Toimitusjohtajan mahdollinen vaikutusvalta hallituksen jäsenten nimittämiseen on myös herättänyt kiinnostusta. Shivdasanin ja Yermackin (2000) mukaan hallituksen riippumattomuus ja valvonnan tehokkuus vähenevät, jos toimitusjohtaja on mukana hallituksen jäsenten valinnassa. Yritykset valitsevat vähemmän ulkopuolisia ja enemmän harmaita jäseniä hallitukseen, kun toimitusjohtaja pääsee vaikuttamaan nimityksiin. Heidän tutkimuksensa osoitti myös, että toimitusjohtajan vaikutus valintaan alensi ulkopuolisen hallituksen jäsenen nimittämisen aiheuttamaa osakekurssireaktiota merkittävästi, ja että nimitetyt hallituksen jäsenet voitiin määritellä kiireisiksi³. Core ym. (1999) tutkivat toimitusjohtajan kompensatiota ja totesivat, että heikon hallintorakenteen ja toimitusjohtajan palkkiotason välillä on positiivinen riippuvuus. Toimitusjohtajan vaikutus hallituksen jäsenten valintaan oli yksi palkkioiden tasoa nostavista tekijöistä.

Toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan kaksoisrooli ei ole harvinainen Suomessakaan, esimerkiksi Jorma Ollila toimi pitkään sekä Nokian pääjohtajana että hallituksen puheenjohtajana. Rämäsen (2003) tutkimuksen mukaan vuonna 2002 toimitusjohtaja oli

³ Core ym. (1999) määrittelevät kiireiseksi hallituksen jäsenen, jolla on kokopäivätyön lisäksi vähintään kolme hallituspaikkaa tai eläkkeellä olevalla vähintään kuusi hallituspaikkaa.

hallituksen jäsen 37 prosentissa Helsingin pörssin päälistan yrityksistä. Osakeyhtiölain mukaan toimitusjohtaja voidaan nimittää hallituksen puheenjohtajaksi vain, mikäli yhtiöllä on hallintoneuvosto. Tätä voidaan kuitenkin kiertää nimittämällä yritykseen pääjohtaja, joka toimii myös hallituksen puheenjohtajana. Pääjohtajan vastuukysymykset eivät ole kovin selviä, sillä osakeyhtiölaki ei tunne tällaista pääjohtajaa. Suomalaisen corporate governance –suosituksen (HEX Oyj ym., 2003) mukaan toimitusjohtajaa ei tule valita hallituksen puheenjohtajaksi, eikä häntä voi valita nimitys-, palkitsemis- tai tarkastusvaliokunnan jäseneksi. Suosituksen mukaan erityiset olosuhteet, kuten yhtiön toimiala, toiminnan laajuus tai erityinen kehitysvaihe taikka omistajakunnan rakenne voivat kuitenkin olla perusteena toimitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan roolien yhdistämiselle. Kauppa- ja teollisuusministeriö (2002) on ottanut tiukemman kannan johdon rooliin hallituksessa. KTM:n linjapäätöksen mukaan yhtiön toimitusjohtaja tai toimiva johto eivät voi kuulua yhtiön hallitukseen KTM:n hallinnonalan valtionyhtiöissä.

Vaikka toimitusjohtaja ei toimisikaan hallituksen jäsenenä saati puheenjohtajana, hänen vaikutuksensa hallituksen työskentelyyn on kuitenkin suuri. Toimitusjohtaja valmistelee ja esittelee hallitukselle investointiehdotukset ym. hallituksen päätöksentekoon kuuluvat asiat sekä raportoi yrityksen tuloksesta ja siihen vaikuttaneista tekijöistä. Toimitusjohtajalla on oikeus ja velvollisuus olla läsnä hallituksen kokouksissa, vaikka hän ei olisi hallituksen jäsen. Poikkeuksen tekevät toimitusjohtajaa henkilökohtaisesti koskevat asiat, kuten palkkaan ja työsuhteeseen liittyvät päätökset. Niiden käsittelyyn toimitusjohtaja ei voi osallistua, vaikka hän olisi hallituksen jäsen. (Hirvonen ym., 1998)

2.4.3 Hallituksen koko

Optimaalinen hallituksen jäsenten lukumäärä riippuu monista yrityskohtaisista tekijöistä. Yrityksen koko, kasvu, omistajakunta, toimiala ja monet muut asiat vaikuttavat siihen, mikä on tarkoituksenmukaisin hallituksen koko. Kotimaisessa corporate governance –suosituksessa (HEX Oyj ym., 2003) todetaan, että hallitukseen on valittava vähintään viisi jäsentä, mutta joissakin tilanteissa voi kuitenkin olla perusteltua valita jäseniä vähemmän kuin viisi ja kolme jäsentä voi olla riittävä määrä pienelle yritykselle.

Suuri hallitus voi olla hallituksen suhteiden ylläpitoon liittyvän roolin kannalta parempi, mutta päätöksenteon kannalta pieni hallitus on todennäköisesti tehokkaampi. Kirjallisuudessa

pientä hallitusta yleensä pidetäänkin suurta parempana. Lipton ja Lorsch (1992) ja Jensen (1993) uskovat, että yksi syy hallitusten tehottomuuteen on liian suuri jäsenmäärä. Kun hallituksesta tulee liian suuri, hallituksen agenttiongelmien kasvavat ja hallituksesta tulee enemmän symbolinen elin kuin osa yrityksen hallintaprosessia. Yermackin (1996) mukaan hallituksen valvontakyky kasvaa koon kasvaessa, mutta hyöty kuoletuu, koska samalla päätöksenteko hidastuu, keskustelu tärkeistä asioista kuten johdon suorituskyvystä heikkenee ja riskin otto vääristyy. Lipton ja Lorsch (1992) suosittavat hallituksen koon rajoittamista kymmeneen jäseneseen. Ihanteellisenä he pitävät kahdeksan tai yhdeksän jäsenen muodostamaa hallitusta. Jensen (1993) suosittaa hallituksen kooksi kahdeksaa jäsentä. Hirvosen ym. (1998) mukaan neljästä kahdeksaan hallituksen jäsentä riittää saavuttamaan riittävän asiantuntemuksen ja kollegiaalisen vastuun tason pitäen samalla hallituksen aidosti työskentelykykyisenä päätöksentekijänä. Rämäsen (2003) tutkimuksen mukaan suomalaisten pörssiyritysten hallituksen koko oli keskimäärin 6 – 7 jäsentä vuosina 1994 – 2002⁴.

Yermack (1996) tutki empiirisesti näkemystä hallituksen koon vaikutuksesta yrityksen arvoon. Hän analysoi Tobinin Q:n ja hallituksen koon välistä yhteyttä suurissa Yhdysvaltalaisissa yrityksissä ja löysi merkittävän negatiivisen korrelaation. Eisenberg ym. (1998) saivat vastaavia tuloksia suomalaisilla pienillä ja keskisuurilla yrityksillä. Myös pienten hallitusten tehokkuudesta on jonkin verran tutkimustietoa. Yermackin (1996) ja Wun (2000) tulokset osoittavat, että pienet hallitukset erottavat toimitusjohtajan useammin kuin isot hallitukset yrityksen huonon menestyksen vuoksi. Wun (2000) mukaan hallitusten koko onkin keskimääräisesti pienentynyt ajanjaksolla 1991 – 1995. Selityksenä Wu pitää ainakin osittain aktiivisten sijoittajien, kuten CalPERSin painostusta.

⁴ Otos koostui 126 Helsingin pörssin päälistalla listatusta yrityksestä ja 508 yritysvuodesta.

3. Hallituksen palkkiot ja kannustimet

Hallituksen jäsenille maksetaan tavallisesti palkkio hallituksen jäsenyydestä. Kilpailukykyisen palkitsemisen lisäksi hallitusten jäsenten palkitsemisen tulisi kannustaa jäseniä tekemään osakkeenomistajien etujen mukaisia päätöksiä. Agenttiteoria muodostaa perustan palkitsemisen ja kannustimien tarkastelulle. Palkitsemisen ja kannustimien tarkoituksena on vähentää agenttikustannuksia, jotka aiheutuvat omistajien ja hallituksen välisistä intressiristiriidoista. Jensenin (1993) mukaan hallitukset epäonnistuvat usein tehtävässään valvoa yrityksen johdon toimintaa. Syynä tehottomaan valvontaan voi olla hallituskulttuuri, joka ei tue rakentavan kritiikin esittämistä, tai hallituksen ja johdon välillä vallitseva informaation asymmetria.

Hallituksen kannustimet voidaan jakaa kolmeen ryhmään: lainsäädännöllisiin, maineeseen liittyviin ja taloudellisiin kannustimiin. Lainsäädännölliset kannustimet ovat ns. negatiivisia kannustimia: Hallituksella on lakiin perustuva velvollisuus toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti, ja epäonnistuminen velvollisuuksien täyttämisessä voi johtaa vahingonkorvausvelvollisuuteen osakkeenomistajille. Hallituksen jäsenet on kuitenkin usein suojattu mahdollisilta vahingonkorvauksilta vastuuvakuutuksilla. Vakuutukset eivät tosin yleensä korvaa tahallisia tai törkeästä tuottamuksesta aiheutettuja vahinkoja. Lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutusta hallituksen kannustimina on vaikea mitata.

Fama (1980) ja Fama ja Jensen (1983) korostavat maineen merkitystä hallituksen jäsenten kannustimena. Faman ja Jensenin (1983) mukaan mitä enemmän hallituksen jäsenet ovat huolissaan maineestaan, sitä huolellisemmin he suorittavat valvontatehtävänsä. Maine hyvänä hallituksen jäsenenä lisää tulevia työtarjouksia, joten maineen säilyttäminen lisää kannustinta toimia omistajien edun mukaisesti. Väitettä tukee mm. Ferrisin ym. (2003) tutkimus, jonka mukaan yrityksen tuloksen ja sen hallituksen jäsenten saamien uusien hallituspaikkojen välillä on positiivinen yhteys. Yermackin (2004) tutkimuksen mukaan uusien hallituspaikkojen saanti yrityksen menestyttyä hyvin muodostaa toiseksi suurimman taloudellisen kannustimen hallituksen jäsenille osakepohjaistan kannustimien jälkeen. Toisaalta Hermalin ja Weisbach (2003) huomauttavat, että myös maine hallituksen jäsenenä, joka ei aiheuta ongelmia toimitusjohtajalle, voi olla arvokas. Tämä pätee silloin, kun yrityksen toimitusjohtaja pystyy vaikuttamaan hallituksen jäsenten valintaan. Lisäksi Holmström (1999) esittää, että halu näyttää siltä, että tekee oikeita asioita ei ole aina sama asia kuin tehdä oikeita asioita.

Hallituksen jäsenten suorituksiin pyritään vaikuttamaan taloudellisilla kannustimilla. Hallituksen jäsenten kompensaation tulisi agenttiteoriaan perustuen vähentää hallituksen ja omistajien välisiä intressiristiriitoja ja saada siten hallitus työskentelemään tehokkaammin yrityksen osakkeenomistajien edun mukaisesti. Hallituksen jäsenten taloudellinen kompensaatio muodostuu käteispalkkioista sekä osakepohjaisista kannustimista, joissa instrumentteina voivat olla joko osakkeet tai optiot. Lisäksi hallituksen jäsenillä voi olla eläkejärjestelmiä, mikä ei tosin Suomessa ole kovin yleistä.

Tutkimuksessa keskitytään hallituksen jäsenten taloudellisiin kannustimiin. Tämä luku käsittelee hallitusten palkitsemiseen ja kannustamiseen käytettyjä instrumentteja ja niiden kannustavuutta sekä palkitsemistasoon ja -rakenteeseen vaikuttavia tekijöitä. Luvussa esitellään hallituksen palkitsemiseen liittyviä empiirisiä tutkimustuloksia. Luvun lopussa kuvataan hallitusten palkitsemisjärjestelmiä Suomessa.

3.1. Kiinteä käteispalkkio

Historiallisesti hallituksen jäsenten palkkio on muodostunut vuosikymmenten ajan kiinteästä käteispalkkiosta ja kokouspalkkioista. Kiinteiden käteispalkkioiden vaihteluun on vaikuttanut lähinnä yrityksen koko. Kiinteällä palkkiolla ja sen määrällä on merkitystä rekrytoitaessa osaavia hallituksen jäseniä, ja se voi toimia myös sitouttavana elementtinä, mutta sen motivoiva vaikutus on rajallinen. Brick ym. (2006) esittävät, että hyvin palkitut hallituksen jäsenet eivät välttämättä halua ”keikuttaa venettä”, vaan ylisuuret palkkiot johtavat kulttuuriin, joka ei salli rakentavaa kritiikkiä. Hallituksen jäsenet pyrkivät säilyttämään hallituspaikkansa, mutta heillä ei ole insentiiviä valvoa tehokkaasti johdon toimia.

3.2. Kokouspalkkiot

Kokouspalkkiot ovat toinen perinteinen hallituksen palkkiomuoto kiinteän käteispalkkion rinnalla. Niitä voidaan maksaa sekä varsinaisista hallituksen kokouksista että valiokuntien kokouksista. Adams ja Ferreira (2004) tutkivat kokouspalkkioiden merkitystä Yhdysvaltain viidessäsadassa suurimmassa (Fortune 500) yrityksessä yrityksen ulkopuolisten hallituksen jäsenten kokousaktiivisuuteen. Otoksen koko oli 358 yritystä ja 2826 hallituksen jäsentä. Otoksen yrityksistä 20,1 prosenttia ei maksanut lainkaan kokouspalkkioita. Keskimääräinen

kokouspalkkio niissä yrityksissä, joissa kokouspalkkioita maksettiin, oli noin 1.200 dollaria. 34,4 prosenttia yrityksistä maksoi tuhannen dollarin kokouspalkkion ja vain 2,5 prosentissa yrityksistä palkkio oli alle tuhat dollaria. Tutkijoiden mielestä yllättävintä oli se, että vaatimattomatkin kokouspalkkiot vaikuttivat merkittävästi jäsenten intoon osallistua kokouksiin, vaikka niillä oli vain vähäpätöinen vaikutus jäsenten kokonaisansioihin. Jopa tuhannen dollarin kokouspalkkio riitti nostamaan jäsenten osallistumisaktiivisuutta yli kolmanneksella. Tutkijat havaitsivat myös, että yritykset, jotka eivät maksa kokouspalkkioita lainkaan, maksavat kullekin hallituksen jäsenelle noin 40.000 dollaria suuremman kokonaiskompensaation (vuosipalkkio, kokouspalkkiot sekä osakkeiden ja optioiden arvo yhteensä) kuin kokouspalkkioita maksavat yritykset.

Suomessa Adamsin ja Ferreiran (2004) tutkimustuloksiin suhtauduttiin kriittisesti. Professori Jarmo Leppiniemi arvioi, että mitä enemmän kokouspalkkiot vaikuttavat hallitusten jäsenten osallistumiseen, sitä huonommin jäsenet on valittu. Leppiniemen mielestä osa hallitusten jäsenistä on vain koristeita, jotka eivät ole sitoutuneita yritykseen ja joista ei ole yritykselle hyötyä. Leppiniemi uskoo, että ne hallituksen jäsenet, jotka edustavat hallituksessa jotain intressitahoa ja joilla on hallituksessa valvojan tai asiantuntijan rooli, kävisivät kokouksissa, vaikka niistä ei maksettaisi palkkiota lainkaan. Kannustinjärjestelmiä suunnittelevan Alexander Corporate Finance Oy:n toimitusjohtaja Yrjö Kopra taas esitti, että jos kokouspalkkiolla on merkitystä jonkun kokouksiin osallistumiselle, hänelle tulisi antaa potkut. Professori Vesa Puttonen puolestaan pitää kokouspalkkioita hyvänä asiana, ja hänestä ne voisivat olla suurempiakin. Puttosen mukaan joitakin hallituksen jäseniä työllistetään enemmän kuin toisia, esimerkiksi valiokunnilla saattaa olla paljon kokouksia. (Kallionpää, 2005)

3.3. *Osakkeet ja optiot*

Osakepohjaisten kannustimien käyttö hallituksen palkitsemisessa alkoi yleistyä Yhdysvalloissa 1980-luvun lopussa. Kasvava joukko yrityksiä maksaa hallituksen palkkiot ainakin osittain osakkeina tai optioina. Yermack (2004) tutki Fortune 500 -yrityksiä vuosina 1994 – 1996. Hänen otoksessaan osakepohjaiset palkkiot muodostivat 62 prosenttia vuosittaisesta kokonaispalkkiosta, josta optioiden osuus oli 40 prosenttia (Black-Scholes-mallilla arvostettuna) ja osakkeiden 22 prosenttia. Perryn (2000) otoksessa S&P 500, Midcap 400 ja Smallcap 600 -yrityksistä osakepohjaisia palkkioita käyttävien yritysten osuus kasvoi

48 prosentista 70 prosenttiin vuosina 1992 – 1995, ja osakepohjaiset palkkiot muodostivat yli kolmanneksen hallituksen kokonaispalkkioista vuonna 1995. Adamsin (2003) otoksessa 352 Fortune 500 -yrityksestä vuonna 1998 jo 90,1 prosenttia käytti osakkeita tai optioita hallituksen palkitsemiseen.

Osakepohjaisen palkitsemisen kasvun taustalla ovat corporate governance -uudistajien ja institutionaalisten sijoittajien vaatimukset osakepohjaisten kannustimien lisäämiseen. Vaatimus perustuu väitteelle, että osakepohjaiset kannustimet kasvattavat hallituksen omistusta yrityksessä ja lisäävät siten hallituksen halua valvoa tehokkaasti johdon toimintaa, mikä pienentää agenttikustannuksia. Tämän näkemyksen mukaan hallituksen kannustinjärjestelmien tulee täyttää kaksi ehtoa. Ensinnäkin kannustinjärjestelmien tulee asettaa hallituksen jäsenten varallisuus alttiiksi riskille ja toiseksi niiden tulee rohkaista hallituksen jäseniä säilyttämään merkittävä omistajaintressi yrityksessä koko heidän hallituskautensa ajan. (Gerety ym., 2001)

Kannustinjärjestelmien vaikutus hallituksen jäsenten toimintaan riippuu myös siitä, kuinka suuri merkitys kannustimilla on heidän varallisuuteensa nähden. Hallituspalkkioiden ja mahdollisen osakeomistuksen lisäksi yrityksestä riippuvaiseen varallisuuteen vaikuttaa mainepääoma, joka on myös yhteydessä yrityksen menestykseen (mainetta kannustimena on käsitelty aiemmin luvussa 3). Jos hallituksen jäsenellä on päätoimi toisessa yrityksessä, pienempi osuus hänen varallisuudestaan riippuu sen yrityksen menestyksestä, jonka hallituksessa hän työskentelee. Jos hallituksen jäsenellä on ennestään paljon kertynyttä varallisuutta, hallitusjäsenyydestä kertyvän varallisuuden merkitys on myös pienempi. Hallituksen jäsenellä, jolla on useita hallituspaikkoja, varallisuusportfolio on paremmin hajautettu, mikä pienentää riskin merkitystä.⁵ Kirjallisuudessa on esitetty myös argumentteja, ettei hallituksen palkitsemisella ole vaikutusta agenttikustannuksiin, koska hallitusten palkkiot ovat suhteellisen pieniä erityisesti varakkaille henkilöille (Bryan ja Klein, 2004).

Empiirisiä tuloksia hallituksen jäsenten osakkeenomistuksen merkityksestä ovat esittäneet mm. Mørck ym. (1988), joiden mukaan ulkopuolisten hallituksen jäsenten osakkeenomistus on yhteydessä yrityksen arvoon (mitattuna Tobinin Q:lla), ja Shivdasani (1993), jonka mukaan riippumattomien hallituksen jäsenten omistuksella yrityksessä on negatiivinen yhteys

⁵ Hallituksen jäsenten varallisuutta ja riskinottohalukkuutta ovat käsitelleet esim. Fich ja Shivdasani (2005).

todennäköisyyteen, että yritys joutuu vihamielisen valtausyrityksen kohteeksi. Bhagat ja Black (2001) osoittivat yhtiön tuloksen olevan positiivisesti riippuvainen ulkopuolisten jäsenten omistuksen arvosta yrityksessä, ja lisäksi toimitusjohtajan vaihtaminen huonosti menestyvässä yrityksessä oli sitä todennäköisempää, mitä suurempi omistuksen arvo oli. Myös Perry (2000) päätyi vastaavaan tulokseen: riippumattomat hallitukset, joille maksettiin osakepohjaisia palkkioita, vaihtoivat toimitusjohtajaa huonon tuloksen jälkeen todennäköisemmin kuin riippumattomat hallitukset, joilla ei ollut osakepohjaisia kannustimia. Linnin ja Martinin (1998) mukaan markkinat reagoivat positiivisesti ilmoitukseen osakepohjaisten hallituksen kannustinjärjestelmien käyttöönotosta.

Hallituksen kannustinjärjestelmät voivat myös lisätä agenttikustannuksia, jos niitä käytetään muussa kuin kannustustarkoituksessa. Esimerkiksi Core ym. (1999) löysivät todisteita siitä, että toimitusjohtajat ovat ylipalkittuja ja hallituksen jäsenet ovat taipuvaisia myöntämään toimitusjohtajille ylisuuria palkkioita. Jos hallitukset asettavat omat kompensatiojärjestelmänsä vastaamaan toimitusjohtajien järjestelmiä, ja toimitusjohtajat ovat ylipalkittuja, saattaa tämä johtaa agenttikustannusten lisääntymiseen. Brick ym. (2006) löysivät tutkimuksessaan todisteita tästä ilmiöstä, jota he kutsuvat ”cronyismiksi”. Toisaalta Bryan ja Klein (2004) eivät tutkimuksessan havainneet yhteyttä toimitusjohtajan ja hallituksen palkkioiden välillä.

Osakepohjaisia järjestelmiä on kahdenlaisia: hallituksen jäsenille voidaan antaa joko suoraan osakkeita tai he voivat olla mukana yrityksen optio-ohjelmissa⁶. Hallituksen jäsenille annettaviin osakkeisiin liittyy useimmiten rajoituksia, niitä ei esimerkiksi saa myydä ennen kuin määrätty aika osakkeiden saamisesta on kulunut. Osakkeet muodostavat kuitenkin heti äänivallan yhtiössä, toisin kuin optiot, joilla äänivaltaa saa vain, jos toteuttaa optiot ja pitää niillä hankitut osakkeet. Osakkeiden ja optioiden kannustinvaikutukset eroavat myös toisistaan. Suurin ero osakkeilla ja optioilla on toteutushinta: optioiden toteutushinta poikkeaa nolasta, kun taas osakkeet voidaan nähdä optioina, joiden toteutushinta on nolla. Optioiden tuotto on näin ollen konveksi, kun taas osakkeiden tuotto on nollatoteutushinnan vuoksi

⁶ Optioperusteisia kannustinjärjestelmiä voidaan toteuttaa usealla eri tavalla. Optiot voivat olla preemio-optioita, tavoiteoptioita, uudelleen hinnoiteltavia optioita, ostettuja optioita, uudelleenladattavia optioita tai indeksoituja optioita. Johnson ja Tian (2000) ovat esittäneet kattavan analyysin eri kannustinoptiojärjestelmistä. Analyysin perusteella he toteavat, että suurin osa optioista kannustaa riskinottoon.

lineaarinen. Konveksisuuden takia optiot kannustavat paremmin riskinottoon kuin osakkeet (katso esim. Bryan ym., 2000 tai Feltham ja Wu, 2001).

Muut erot optioilla ja osakkeilla liittyvät osinkoihin ja verotukseen sekä kirjanpitoikäntöihin. Tyypilliset optiot palkitsevat vain osakkeen kurssinoususta, eivät koko omistuksen arvon kasvusta, johon kuuluvat myös osingot. Tämä voi kannustaa vähentämään osinkojen maksua ja suosimaan osakkeiden takaisinostoja, koska maksetut osingot alentavat optioiden arvoa. Nykyään useissa kannustinoptio-ohjelmissa osingonmaksu laskee vastaavasti toteutushintaa, jolloin välttyään tältä ongelmalta. Verokohtelu optioilla ja osakkeilla vaihtelee maakohtaisesti. Suomessa osakkeet ovat saajalleen välittömästi verotettavaa tuloa, josta maksetaan ansiotuloveroa, kun taas osakkeiden tuotot ovat pääomatuloveron alaisia. Optioiden osalta verotus realisoituu, kun optiot toteutetaan tai optio-oikeudet myydään. Myös optioedusta maksetaan ansiotuloveroa.

Fich ja Shivdasani (2005) tutkivat hallituksen optiojärjestelmien yhteyttä yrityksen arvoon. Heidän päätuloksensa oli, että hallituksen ulkopuolisten jäsenten optio-ohjelman olemassaololla on merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen arvoon, kun arvoa mitataan yrityksen markkina-arvon ja substanssi-arvon välisellä suhdeluvulla (market-to-book-tunnusluku). Tämä kertoisi sijoittajien arvostavan hallituksen optio-ohjelmia. Toisaalta tutkijat huomauttivat, että tulos voi olla seurausta myös siitä, että optio-ohjelmien käyttö on todennäköisempää yrityksissä, joilla on runsaasti investointimahdollisuuksia, sillä näiden yritysten arvostus on yleensä myös korkeampi. Fich ja Shivdasani (2005) tutkivatkin lisäksi optiojärjestelmien vaikutusta yrityksen kirjanpidollisiin kannattavuuslukuihin, joihin investointimahdollisuudet vaikuttavat vähemmän. He löysivät merkitsevän positiivisen yhteyden myös yritysten kirjanpidollisen kannattavuuden ja hallituksen optiojärjestelmien käytön välillä. Lisäksi Fich ja Shivdasani (2005) havaitsivat, että markkinat reagoivat positiivisesti ilmoitukseen optiojärjestelmän käyttöönotosta, ja että analyytikot parantavat ennusteitaan yrityksen tuloksesta sen jälkeen, kun yritys on ilmoittanut ottavansa käyttöön hallituksen optiojärjestelyn.

Bryan ja Klein (2004) tutkivat hallituksen optiojärjestelmien ja osakepalkkioiden yhteyttä yrityksen tuleviin investointeihin, riskisyyteen ja kannattavuuteen. Lähtökohtana oli oletamus, että hallitukset asettavat palkkionsa vähentämään agenttikustannuksia, jolloin yritys toteuttaa enemmän riskisiä positiivisen nykyarvon omaavia projekteja. Tutkijat

havaitsevat, että hallituksen optiojärjestelmillä on merkitsevä positiivinen yhteys yrityksen tuleviin investointeihin, yrityksen riskisyyden kasvuun ja yrityksen tulevaan kannattavuuteen. Positiivinen yhteys tuleviin investointeihin ja riskisyyden kasvuun tukee näkemystä, että hallituksen optio-ohjelmat kannustavat lisäämään investointeja ja toteuttamaan riskisempiä projekteja. Toisaalta positiivinen yhteys yrityksen kannattavuuteen kertoo, että yritykset eivät yli-investoi riskisiin projekteihin. Päinvastoin kuin optiojärjestelmät, osakepalkkiot eivät vaikuttaneet merkitsevästi yrityksen kannattavuuteen. Osakepalkkioilla ei ollut yhteyttä tuleviin T&K-investointeihin ja niillä oli negatiivinen yhteys tuleviin käyttöpääomainvestointeihin. Lisäksi osakepalkkioiden ja yrityksen riskisyyden kasvun välillä oli negatiivinen yhteys. Tulosten perusteella näyttäisi siis, että osakepalkkiot eivät kannusta lisäämään investointeja ja riskinottoa.

3.4. Muut palkitsemismuodot

Käteispalkkioiden, osakkeiden ja optioiden lisäksi hallituksen jäsenet voivat nauttia joitakin yrityksen tarjoamia luontoisetuja. Näiden taloudellinen merkitys on kuitenkin yleensä melko vähäinen. Hallituksen jäsenille korvataan tavallisesti myös hallituksen kokouksiin osallistumisesta aiheutuneet kustannukset eli lähinnä matkakulut.

Hallituksen jäsenet voivat olla myös eläkejärjestelmän piirissä. Eläkejärjestelmiä on kritisoitu ja niiden määrä onkin viime vuosina vähentynyt. Esimerkiksi Bryanin ja Kleinin (2004) otoksessa, joka koostui 2267 listatusta USA:laisesta yhtiöstä, eläkejärjestelmä oli käytössä 17,7 prosentissa yrityksistä vuonna 1997, mutta vain 4,6 prosentissa vuonna 2002. Syyksi käytön vähenemiseen on esitetty mm. se, että eläkejärjestelmät eivät ole sidoksissa yhtiön tulokseen. Elson (1996) esittää argumenttina eläkejärjestelmiä vastaan sen, että ne palkitsevat pitkäaikaisesta hallituksen jäsenyydestä, joka taas on enemmän riippuvainen yrityksen johdosta kuin hallituksen jäsenen hallitustyöskentelyn laadusta. Myös sijoittajat ovat vaatineet hallituksen eläkejärjestelmien käytön lopettamista (katso esim. Elson, 1996).

3.5. Hallituksen palkitseminen Suomessa

Lähes kaikissa suomalaisissa pörssi-yhtiöissä on käytössä erilaisia palkkiojärjestelmiä yrityksen johdon kannustamiseen, mutta hallituksen jäsenille maksetaan yhä useimmiten vain kiinteää palkkiota joko kuukausittain, vuosittain tai kokouskohtaisesti. Myös kokouspalkkion

ja kuukausi- tai vuosipalkkion yhdistelmät ovat tyypillisiä. Viime vuosina hallitusten palkkiojärjestelmiä on ryhdytty Suomessakin kehittämään osakkeen tuoton huomioon ottaviksi. Alexander Corporate Finance Oy:n tekemän tutkimuksen mukaan kevään 2002 yhtiökokousten jälkeen jo noin 40 prosenttia Helsingin pörssin päälistan yhtiöistä oli ottanut käyttöön osakkeen tuottoon sidotut hallituspalkkiot. 23 prosentissa yhtiöistä oli käytössä hallituksen optiojärjestelmä ja 17 prosenttia maksoi osakepalkkioita. Nokia oli ensimmäinen suomalainen pörssiyhtiö, joka ryhtyi maksamaan hallituspalkkioita rahan ja osakkeiden yhdistelmänä vuonna 1999 (Kopra, 2004). Optioita on tarjottu hallituksen jäsenille useimmiten samassa yhteydessä yhtiön johdon tai avainhenkilöstön kanssa. Koska Suomessa osake on saajalleen välittömästi verotettavaa tuloa, on yleiseksi käytännöksi tullut maksaa hallituksen vuosipalkkiosta 60 prosenttia rahana ja hankkia 40 prosentilla yhtiön osakkeita. Rahana maksettavasta osuudesta pidätetään tarvittava ennakonpidätys, joten ennakonpidätysprosentista riippuen hallituksen jäsenelle voi jäädä jonkin verran myös käteistä. (Haapanen ym., 2002).

Suomalaisen corporate governance -suosituksen (HEX Oyj ym., 2003) mukaan hallituksen jäsenille voidaan maksaa hallitus- ja valiokuntapalkkiot kokonaan tai osittain yhtiön omina osakkeina. Suosituksissa katsotaan, että hallituksen jäsenten osakeomistus edistää omistajaohjauksen toteutumista. Sen sijaan yhtiön ulkopuolisten hallituksen jäsenten osallistumista osakejohdannaisiin palkitsemisjärjestelmiin ei suositella. Valtion omistajapolitiikassa on myös otettu kantaa hallituksen palkitsemiseen. KTM:n talouspoliittisen valiokunnan kannanoton (2007) mukaan hallituksen jäsenten palkkiot tulee valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä maksaa pääsääntöisesti rahana. Osakepalkkioita voidaan käyttää erityisistä syistä, jos ne yleistyvät vallitsevaksi käytännöksi kilpailevissa yhtiöissä. Optiojärjestelmiä ei sen sijaan tule käyttää lainkaan hallituksen palkitsemiseen.

Hallitustyöskentelyyn erikoistuneiden asiantuntijoiden keskuudessa hallituksen palkkioiden maksua osakkeina ei pidetä täysin tervetulleena. Päätoimisesti hallitustyöskentelyyn keskittyville ammattilaisille kehitys voi johtaa likviditeettiongelmiin, kun hallituspalkkioista ei jää verojen jälkeen mitään käytettäväksi normaaleihin elinkustannuksiin. Osakkeihin liittyy myös kurssiriski: Palkan kaltainen hallituspalkkio voi esimerkiksi pörssikriisin seurauksena supistua merkittävästi arvoltaan. Palkkioiden maksu osakkeina voi johtaa siihen, että hallituksen jäseniksi on käytettävissä vain sellaisia henkilöitä, jotka ovat jo onnistuneet keräämään varallisuutta, jonka varassa voivat elää. (Sahiluoma, 2004)

Hallitusten palkitsemista ei Suomessa ole juurikaan tutkittu. Kannustinjärjestelmien rakentamiseen erikoistunut Alexander Corporate Finance Oy on vuodesta 1997 alkaen laatinut vuosittain selvityksen hallituspalkkioiden tasosta ja rakenteesta suomalaisissa pörssiyhtiöissä. LTT-tutkimus Oy selvitti hallitusten palkkiotasoja ja -rakenteita vuonna 2003 Hallitus-Compensia tutkimuksessaan. Otokseen kuului 90 yritystä, joista 46 oli pörssilistattuja ja 44 listaamattomia. Sekä Alexander Corporate Finance Oy:n että LTT-tutkimus Oy:n tutkimusraportit ovat maksullisia. Sanoma- ja talouslehdet julkaisivat keuhäisin yhtiökokousten pidon jälkeen tietoja hallituspalkkioiden tasosta ja kehityksestä pörssiyhtiöissä, mutta niiden tutkimukset eivät ole kovin kattavia. Tiedossani ei ole yhtään suomalaista tutkimusta, jossa olisi tutkittu hallituksen palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä tai hallituksen palkitsemisen vaikutusta yritysten menestykseen.

3.6. Hallituksen palkitsemiseen vaikuttavat tekijät

Palkitsemisen peruseriaate on, että yrityksen täytyy maksaa markkinahinnan mukaan kilpailukykyinen palkkio, jotta se saa houkuteltua ja pidettyä haluamiaan ihmisiä. Hallituksen jäsenille on maksettava markkinahintainen palkkio yrityksen tuloksesta välittämättä, sillä muuten hallitus ei ole motivoitunut eikä sitoutunut työhönsä. Toisaalta hallituksen palkkiotason tulisi riippua tehtävän vaativuudesta ja hallituksen tuottamasta lisäarvosta. Palkkion tulisi olla kohtuullinen, kun otetaan huomioon hallituksen työmäärä ja hallituksen jäsenen vastuu sekä yrityksen saama lisäarvo.

Useat tutkijat ovat viime vuosina kiinnostuneet siitä, onko hallitusten palkitsemisjärjestelmät rakennettu agenttiteorian mukaisesti vähentämään agenttiongelmia ja kohdentamaan hallituksen ja omistajien intressejä sekä maksimoimaan hallituksen tehokkuutta. Asiaa ovat tutkineet mm. Bryan ym. (2000), Bryan ja Klein (2004), Ryan ja Wiggins (2004), Linn ja Park (2005) sekä Brick ym. (2006). Yhteenvedona tutkimustuloksista voidaan todeta, että hallituksen palkitsemisjärjestelmät on asetettu vähentämään agenttiongelmia ja lisäämään hallituksen lisäarvoa yrityksille. Erityisesti riippumattomissa hallituksissa hallituksen ja omistajien välisiä intressiristiriitoja on pyritty vähentämään ottamalla käyttöön osakepohjaisia hallituksen kannustinjärjestelmiä.

Koska yritysten agenttiongelmien erovat toisistaan riippuen mm. yrityksen ominaisuuksista ja erilaisista corporate governance -tekijöistä, tulisi näiden tekijöiden vaikuttaa myös yrityksen hallituksen palkitsemisjärjestelmiin. Esittelen tässä luvussa tarkemmin tutkimustuloksia liittyen hallituksen palkitsemiseen vaikuttaviin tekijöihin. Olen jakanut nämä tekijät kolmeen luokkaan, agenttikustannuksiin vaikuttaviin, hallituksen ominaisuuksiin liittyviin ja omistusrakenteeseen liittyviin tekijöihin.

3.6.1 Agenttikustannukset

Smith ja Watts (1992) väittävät, että päätöksentekijöiden marginaalituotto on suurempi kuin valvojien, ja että hyviä päätöksentekijöitä on vähemmän kuin hyviä valvojia. Jos hallituksen jäsenet lisäävät yrityksen arvoa päätöksillään, heille tulisi maksaa suurempia palkkioita. Yrityksen ominaisuudet vaikuttavat sekä hallituksen tuottamaan lisäarvoon että hallituksen valvontatehtävän vaativuuteen. Yrityksen ominaisuuksien tulisi siten vaikuttaa myös hallituksen palkkioihin. Tällaisia ominaisuuksia ovat mm. yrityksen koko ja investointimahdollisuudet.

Yrityksen koko vaikuttaa sekä hallituksen valvontatehtävän vaativuuteen että hallituksen mahdollisuuteen tuottaa lisäarvoa yritykselle. Suurten, monialaisten yritysten investointi- ja operatiivisten päätösten monimutkaisuus lisää hallituksen valvontatehtävien vaikeutta (Eaton ja Rosen, 1983). Suuressa yrityksessä on enemmän resursseja käytettävissä, ja näiden resurssien käyttöön liittyvä päätöksenteko on keskeinen osa hallituksen tehtäviä. Päätöksenteon tueksi hallituksen tulisi kerätä runsaasti laadukasta informaatiota, mikä lisää hallituksen työmäärää. Tämän vuoksi yrityksen kompleksisuuden pitäisi liittyä korkeampiin hallituspalkkioihin ja osakepohjaisten kannustimien suurempaan käyttöön. Todisteita yrityksen koon positiivisesta vaikutuksesta hallituksen jäsenten palkkiotasoon ovat esittäneet mm. Linn ja Park (2005) sekä Brick ym. (2006). Toisaalta, yritysten kasvaessa ne investoivat enemmän resursseja sisäisiin kontrollimekanismeihin, kirjanpitojärjestelmiin, budjetoitiprosesseihin ja tuloksen arviointijärjestelmiin. Jos nämä järjestelmät tuottavat hallitukselle ajankohtaista informaatiota johdon tuloksellisuudesta, hallituksen kannustinjärjestelmän tarve vähenee. (Bryan ym., 2000)

Smithin ja Wattsin mukaan yrityksen *investointimahdollisuudet* vaikuttavat hallituksen lisäarvoon. Jos investointimahdollisuuksia on vähän, valvonnasta tulee vähemmän

kustannuksia, kun taas yrityksissä, joissa investointimahdollisuuksia on runsaasti, hallituksen päätarkoituksena on huolehtia investointimahdollisuuksien optimaalisesta hyödyntämisestä. Yrityksen johdolla on sisäistä tietoa yrityksen tulevien projektien arvosta. Hallituksen taas täytyy nähdä vaivaa hankkiakseen tietoa eri projekteista ja vähentääkseen johdon ja hallituksen välillä mahdollisesti vallitsevaa informaation epäsymmetriaa sekä valvoakseen johdon toimia. Smithin ja Wattsin mielestä tämä on työläämpää, kun investointimahdollisuuksia on runsaasti, minkä vuoksi hallituksen jäseniä tulisi kannustaa tiedonhankintaan ja johdon valvontaan. Näkemystä tukee Adamsin (2003) havainto, että kasvuyritysten hallitukset panostavat suhteellisesti enemmän strategiaan kysymyksiin. Linn ja Park (2005) tutkivat investointimahdollisuuksien vaikutusta hallitusten palkkioihin. He havaitsivat, että yritykset, joilla on enemmän investointimahdollisuuksia, maksavat hallituksen ulkopuolisille jäsenille suurempia palkkioita ja käyttävät palkitsemiseen enemmän osakepohjaisia instrumentteja kuin käteistä. Fich ja Shivdasani (2004) havaitsivat, että kasvuyrityksissä todennäköisyys ottaa käyttöön hallituksen optiojärjestelmä on suurempi ja Brick ym. (2006) löysivät positiivisen yhteyden hallituksen jäsenten kokonaispalkkioiden ja t&k-kustannusten välillä.

Nopean kasvun yrityksissä on tavallista käyttää optioita tai osakkeita osana ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmiä.⁷ Tämä johtuu osaksi siitä, että nopean kasvun yrityksissä on tyypillisesti paljon informaation epäsymmetriaa johdon ja osakkeenomistajien välillä. Osakepohjaiset kannustimet ottavat huomioon myös yrityksen tulevat kassavirrat. Aiemmissa tutkimuksissa onkin tultu siihen tulokseen, että osakepohjaiset instrumentit dominoivat käteistä niissä yrityksissä, joissa on runsaasti investointimahdollisuuksia. (katso esim. Smith ja Watts, 1992)

Yrityksen *velkaantuneisuus* voi toimia korvaavana valvontamekanismina hallituksen työlle. Toisaalta yrityksen lisääntynyt velkaantuneisuus voi olla osoituksena siitä, että yritys tarvitsee enemmän valvontaa, koska sen oma pääoma on alkanut vähentyä. Velkaantuneisuuden vaikutusta hallituksen palkkioihin ovat tutkineet esim. Brick ym. (2006), Bryan ja Klein (2004) sekä Bryan ym. (2000). Bryanin ja Kleinin (2004) sekä Bryanin ym. (2000) tutkimusten perusteella yrityksen velkaantuneisuus näyttäisi vaikuttavan negatiivisesti

⁷ Tutkimuksia yrityksen kasvumahdollisuuksien ja johdon osakepohjaisten kannustinjärjestelmien välisestä yhteydestä ovat tehneet mm. Lewellen ym. (1987), Clinch (1991), Smith ja Watts (1992) ja Yermack (1995).

optiopalkkioiden käyttöön, mikä tukee näkemystä velan kontrollivaikutuksesta. Tutkimuksissa ei ilmennyt yhteyttä yrityksen velkaantuneisuuden ja käteis- tai kokonaispalkkiotasojen välillä.

3.6.2 Hallituksen ominaisuudet

Hallituksen ominaisuuksia ja niihin liittyviä tutkimuksia käsiteltiin edellä luvussa 2.4. Tutkimustulosten perusteella hallituksen ominaisuudet vaikuttavat hallituksen haluun ja kykyyn valvoa johdon toimia tehokkaasti. Lisäksi hallituksen ominaisuudet vaikuttavat hallituksen jäsenten työmäärään. Tutkijat ovat esittäneet todisteita myös siitä, että hallituksen ominaisuudet vaikuttavat hallituksen palkkiotasoihin ja -rakenteeseen. Esittelen seuraavassa tutkimustuloksia hallituksen ominaisuuksien vaikutuksesta hallituspalkkioihin. Ominaisuuksista olen käsitellyt hallituksen kokoa, riippumattomuutta ja toimitusjohtajan asemaa hallituksessa.

Kuten edellä luvussa 2.4.3 esitettiin, *hallituksen koko* vaikuttaa hallituksen tehokkuuteen. Tutkimuksissa suurten hallitusten on todettu olevan tehottomia valvontatehtävässään. Hallituksen koolla on vaikutusta myös yksittäisten jäsenten työmäärään, sillä pienessä hallituksessa on vaikeampi jakaa työtehtäviä hallituksen jäsenten kesken. Toisaalta hallituksen koko ei vaikuta yksittäisen jäsenen vastuuseen, sillä kaikki hallituksen jäsenet ovat vastuussa hallituksen toimista, vaikka tehtäviä olisi jaettu yksittäisille jäsenille tai hallituksen valiokunnille (Haapanen ym., 2002). Hallituksen koon vaikutusta hallituksen palkkioihin ovat tutkineet Ryan ja Wiggins (2004), Fich ja Shivdasani (2005) sekä Brick ym. (2006). Kaikki tulokset viittaavat siihen, että pienten hallitusten jäsenten panosta arvostetaan enemmän kuin suurten. Ryan ja Wiggins (2004) sekä Brick ym. (2006) havaitsivat, että hallituksen koon ja kokonaispalkkioiden välillä on negatiivinen yhteys, eli pienten hallitusten jäsenille maksetaan enemmän kuin suurten. Brick ym. (2006) havaitsivat negatiivisen yhteyden myös hallituksen käteispalkkioiden ja hallituksen koon välillä. Ryan ja Wiggins (2004) sekä Fich ja Shivdasani (2005) löysivät negatiivisen yhteyden osakepohjaisten kannustinjärjestelmien ja hallituksen koon välillä. Ryanin ja Wigginsin (2004) mukaan osakepohjaisten palkkioiden osuus kokonaispalkkioista on suurempi pienillä hallituksilla kuin suurilla, ja Fichin ja Shivdasanin (2005) tutkimus osoitti, että osakepohjaisten kannustinjärjestelmien käyttö on todennäköisempää yrityksissä, joissa on pieni hallitus. Koska riippumattomissa hallituksissa osakepohjaisten kannustimien käytön on esitetty olevan yleisempää, tukevat nämä havainnot

Jensenin (1993) näkemystä, jonka mukaan pienet hallitukset ovat riippumattomampia, kun taas suuret hallitukset ovat alttiimpia toimitusjohtajan vaikutukselle.

Hallituksen riippumattomuus

Brickin ym. (2006) mukaan yrityksen ulkopuolisten hallituksen jäsenten käteis- ja kokonaispalkkiot ovat merkitsevästi negatiivisesti riippuvaisia hallituksen sisäisten jäsenten osuudesta. Perry (2000) puolestaan havaitsi, että hallituksen riippumattomien jäsenten osuus on positiivisesti yhteydessä todennäköisyyteen, että yritys ottaa käyttöön hallituksen osakepohjaisen kannustinjärjestelmän.

Toimitusjohtajan toimiminen kaksoisroolissa myös *hallituksen puheenjohtajana* lisää valvontatarvetta, mutta toisaalta toimitusjohtajalla voi kaksoisroolin vuoksi olla enemmän vaikutusvaltaa hallitukseen, mikä vähentää valvonnan tehokkuutta. Brickin ym. (2006) mukaan hallituksille, joissa toimitusjohtaja toimii hallituksen puheenjohtajana, maksetaan suurempia kokonaispalkkioita. Ryan ja Wiggins (2004) havaitsivat, että kun toimitusjohtaja toimi hallituksen puheenjohtajana, hallituksen käteispalkkiot ovat suurempia, mutta palkkiorakenteeseen sillä ei ole vaikutusta. Selitykseksi suurempiin palkkioihin on tarjottu mm. sitä, että korkeat (käteis-)palkkiot vähentävät hallituksen halukkuutta ”keikuttaa venettä” ja vaarantaa siten oma hallituspaikkansa, minkä vuoksi toimitusjohtajan intressissä on nostaa hallituksen palkkioita. Toinen selitys on, että hallituksen ja toimitusjohtajan palkkiot asetetaan vastaamaan toisiaan, mikä myös lisää toimitusjohtajan intressiä korottaa palkkioita, jos hän pääsee niihin vaikuttamaan.

3.6.3 Omistus rakenne

Toimitusjohtajan osakkeenomistuksen tulisi vähentää omistajien ja toimitusjohtajan välisiä intressiristiriitoja. Mitä enemmän toimitusjohtajalla on omistusta yhtiössä, sitä paremmin hänen intressinsä vastaavat muiden omistajien intressejä. Tämän vuoksi toimitusjohtajan omistuksen tulisi vähentää hallituksen tarvetta valvoa johdon toimintaa ja vaikuttaa siten vähentävästi myös hallituksen palkkioihin ja kannustimien tarpeeseen. Brick ym. (2006) havaitsivat negatiivisen yhteyden toimitusjohtajan omistusosuuden ja sekä hallituksen käteis- että kokonaispalkkioiden välillä. Perryn (2000) mukaan toimitusjohtajan omistusosuus

yrityksessä vähentää todennäköisyyttä, että yritys ottaa käyttöön osakepohjaisen kannustinjärjestelmän hallitukselle.

Institutionaaliset osakkeenomistajat ovat julkisuudessa vaatineet osakepohjaisten kannustimien käyttöönottoa hallituksen jäsenille. Perry (2000) löysikin tutkimuksessaan merkitsevän positiivisen yhteyden institutionaalisen omistuksen ja todennäköisyyden ottaa käyttöön hallituksen osakepohjainen kannustinjärjestelmä välillä. Vastaavasti Fichin ja Shivdasanin (2005) tutkimuksessa ilmeni positiivinen yhteys institutionaalisen omistuksen ja hallituksen optiojärjestelmien käyttöönoton välillä.

Suomessa *valtio* muodostaa poikkeuksen muihin institutionaalisiin omistajiin nähden siinä mielessä, että valtion omistajapoliittisen linjauksen mukaan hallituksen palkitsemiseen tulisi valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä käyttää pääsääntöisesti vain käteistä. Optioita ei tulisi käyttää lainkaan hallituksen palkitsemiseen ja osakkeita vain, jos se on kilpailullisista syistä perusteltua. (KTM, 2007)

Hallituksen jäsenten omistuksen yhtiössä tulisi osaltaan vähentää omistajien ja hallituksen välisiä intressiristiriitoja. Siten sen tulisi vaikuttaa vähentävästi myös hallituksen kannustimien tarpeeseen. Hallituksen omistuksen vaikutusta hallituspalkkioihin ovat tutkineet mm. Fich ja Shivdasani (2005), Bryan ja Klein (2004), sekä Perry (2000). Tutkimukset osoittavat, että hallituksen omistus vähentää todennäköisyyttä käyttää osakepohjaisia kannustimia hallituksen palkitsemiseen.

4. Tutkimushypoteesit

Hallituksen tehtäviin kuuluu yleisesti neuvoa ja valvoa yrityksen ylintä johtoa, päättää johdon palkitsemisjärjestelmistä sekä muulla tavalla huolehtia omistajien intressien toteutumisesta. Oletan, että hallituksen jäsenten palkitsemistaso ja palkkiorakenne (osakepohjaisten palkkioiden käyttö) riippuu yrityksen valvonnan tarpeesta ja vaativuudesta, ja että hallitusten palkitsemisjärjestelmät on rakennettu agenttiteoriaan perustuen vähentämään potentiaalisia intressiristiriitoja hallituksen ja omistajien välillä. Valvonnan vaativuuteen ja tarpeeseen vaikuttavat toisaalta yrityksen agenttikustannukset ja toisaalta valvontajärjestelmien tehokkuus. Tutkimuksessa analysoin näiden tekijöiden vaikutusta hallituspalkkioihin. Koska

Suomessa osakepohjaiset kannustimet ovat olleet vasta vähän aikaa käytössä hallitusten palkitsemisessa, oletan, että tarkastelemillani tekijöillä on vaikutusta paitsi kannustimien käyttöön myös palkkioiden tasoon.

Tässä luvussa esittelen tutkimuksen empiiriseen osaan liittyvät hypoteesit. Hypoteesit olen johtanut aiemmin käsitellystä kirjallisuudesta perustuen sekä teoreettisiin olettamuksiin että empiirisiin tuloksiin. Koska perusteet hypoteeseille on esitelty aiemmin luvuissa kaksi ja kolme, pitäydyn tässä luvussa vain lyhyesti esittelemään hypoteesit. Yhteenvedo hypoteeseista on esitetty taulukossa 1.

H1: Yrityksen koko, investointimahdollisuudet, velkaantuneisuus, hallituksen ominaisuudet ja yrityksen omistusrakenne vaikuttavat hallituksen jäsenten kiinteiden ja kokonaispalkkioiden tasoon.

Odotan yrityksen koolla ja investointimahdollisuuksilla olevan positiivinen yhteys hallituksen palkkiotasoon. Yhteys liittyy näiden yritysten valvonnan vaativuuteen ja hallituksen mahdollisuuteen tuottaa lisäarvoa, kuten on tarkemmin esitetty luvussa 3.6.1. Yrityksen velkaantuneisuuden taas odotan vaikuttavan negatiivisesti hallituksen palkkioihin. Velkaantuminen toimii korvaavana valvontamekanismina ja vähentää näin ollen hallituksen työmäärää.

Hallituksen ominaisuuksista hallituksen koolla odotan olevan negatiivinen yhteys palkkiotasoon. Aiemmat tutkimukset (Brick ym., 2006, Fich ja Shivdasani, 2005, Ryan ja Wiggins, 2004) ovat osoittaneet, että pienet hallitukset ovat tehokkaampia ja siksi arvostetumpia, mikä näkyy myös palkkiotasossa. Brickin ym. (2006) tutkimustulosten mukaisesti oletan, että hallituksen riippumattomien jäsenten lukumäärällä on positiivinen yhteys palkkioiden tasoon. Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa on käsitelty laajasti toimitusjohtajan asemaa hallituksen puheenjohtajana. Brickin ym. (2006) mukaan toimitusjohtajan kaksoisrooli vaikuttaa positiivisesti hallituksen palkkiotasoon. Suomessa toimitusjohtajan toimiminen hallituksen puheenjohtajana on corporate governance -säädöksissä kielletty, mutta oletan, että toimitusjohtajan hallitusjäsenyydellä on sama positiivinen vaikutus palkkioihin.

Odotan sekä toimitusjohtajan että hallituksen jäsenten omistuksella olevan negatiivinen vaikutus hallituksen palkkiotasoihin. Omistus yhtenäistää omistajien ja hallituksen tai toimitusjohtajan intressejä ja vähentää siten valvontatarvetta, mihin pienemmät palkkiot perustuvat.

Odotan, että kiinteisiin ja kokonaispalkkioihin vaikuttavat tekijät ovat samoja ja vaikutukset samansuuntaisia. Pääsyy tähän on se, että kiinteän palkkion osuus kokonaispalkkiosta on otoksessani huomattava.

H2: Yrityksen koko, investointimahdollisuudet, velkaantuneisuus, hallituksen ominaisuudet ja yrityksen omistusrakenne vaikuttavat todennäköisyyteen maksaa hallitukselle osakepohjaisia palkkioita.

Oletukseni on, että osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavat tekijät ovat suurelta osin samoja kuin palkkiotasoihin vaikuttavat tekijät, ja että vaikutukset ovat samansuuntaisia. Myös perustelut ovat yhdenmukaisia, eli ne liittyvät yrityksen valvonnan vaativuuteen ja tehokkuuteen sekä tutkittavien tekijöiden vaikutukseen omistajien ja hallituksen tai toimitusjohtajan välisiin intressiristiriitoihin. Edellä esitettyjen tekijöiden lisäksi odotan, että osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavat institutionaalinen omistus ja valtion omistus yrityksessä. Institutionaalisen omistuksen yhteydestä osakepohjaiseen palkitsemiseen ovat raportoineet Fich ja Shivdasani (2005) sekä Perry (2000). Heidän tutkimuksiinsa perustuen odotan, että yhteys on positiivinen. Sen sijaan valtion omistuksen odotan vaikuttavan negatiivisesti osakepohjaisten palkkioiden käyttöön. Valtion omistuksen vaikutuksesta ei ole aiempia tutkimustuloksia, mutta oletukseni perustuu valtion omistajapoliittisiin linjauksiin.

Taulukossa 1 on esitetty yhteenveto tutkimushypoteeseista. Yhteenvedossa esitetään kunkin selittävän muuttujan osalta odotettu yhteys hallituksen jäsenten palkkiotasoon ja todennäköisyyteen käyttää osakepohjaisia palkkioita sekä pääasialliset lähteet, joihin hypoteesit perustuvat. Lisäksi taulukossa 1 on esitetty kustakin muuttujasta käytetty mittari.

Taulukko 1. Hypoteesien yhteenveto

Selittävä muuttuja	Mittari	Odotettu yhteys		Pääasialliset lähteet
		Palkkio- taso	Osake- pohjaisten palkkioiden käyttö	
<i>Agenttikustannukset</i>				
Yrityksen koko	Liikevaihto, ln(liikevaihto)	+	+	Brick ym. (2006), Linn ja Park (2005)
Investointi- mahdollisuudet	Market-to-book, investointiaste	+	+	Bryan ja Klein (2004), Fich ja Shivdasani (2005), Ryan ja Wiggins (2004)
Velkaantuneisuus	Nettovelkaantumisaste	-	-	Brick ym. (2006), Bryan ja Klein (2004), Bryan ym. (2000)
<i>Hallituksen ominaisuudet</i>				
Hallituksen koko	Hallituksen jäsenten lukumäärä	-	-	Ryan ja Wiggins (2004)
Hallituksen riippumattomuus	Riippumattomien jäsenten osuus %	+	+	Fich ja Shivdasani (2005), Perry (2000)
Toimitusjohtajan asema hallituksessa	Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	+	..	Brick ym. (2006), Ryan ja Wiggins (2004)
<i>Omistusrakenne</i>				
Toimitusjohtajan omistus	Toimitusjohtajan omistusosuus %	-	-	Brick ym. (2006), Perry (2000)
Hallituksen omistus	Ulkopuolisten hallituksen jäsenten omistusosuus %	-	-	Fich ja Shivdasani (2005), Bryan ja Klein (2004)
Institutionaalinen omistus	Kotimaisten institutionaalisten omistajien omistusosuus %	..	+	Fich ja Shivdasani (2005), Bryan ym. (2000), Perry (2000)
Valtion omistus	Valtioyhtiö tai valtion osakkuusyhtiö (1,0)	..	-	..

Käytetyt merkinnät: + = positiivinen yhteys, - = negatiivinen yhteys

5. Tutkimusaineiston muodostuminen ja kuvaus

Tutkimusjoukoksi valitsin Helsingin Pörssissä noteeratut yritykset. Aineistosta jätin pois rahoitus-, sijoitus- ja vakuutusalan yhtiöt, koska niiden tunnuslukujen laskenta poikkeaa oleellisesti muista yhtiöistä. Tutkimusaineiston ja yritysten taustatiedot olen kerännyt pääasiassa yhtiöiden vuosikertomuksista ja internet-sivuilla, Arvopaperikeskuksen NetSire-palvelusta sekä Kauppalehti Online -palvelusta. Tutkittava ajanjakso käsittää vuodet 2004 – 2007. Jakson aloitusvuodeksi valitsin vuoden 2004, koska silloin voimaan tulleet uudet corporate governance -suositukset edellyttävät hallituksen palkkioiden julkistamista yrityksen vuosikertomuksissa ja internet-sivuilla. Ennen vuotta 2004 yritykset julkistivat huonosti

tietoja hallituksen jäsenten palkkioista. Lopullisen otoksen koko on suurimmillaan 419 yritys vuotta.

Taulukossa 2 on esitetty otoksen jakauma toimialoittain ja vuosittain. Toimialajaottelun pohjana on käytetty Helsingin Pörssin toimialaluokitusta, jossa toimialat on jaettu yhdeksään ryhmään. Koska rahoitus-, sijoitus- ja vakuutusalan yhtiöt on jätetty pois, on otoksessa edustettuna kahdeksan toimialaa: teollisuustuotteet ja -palvelut, informaatioteknologia, kulutustavarat ja -palvelut, perusteollisuus, päivittäistavarat, terveydenhuolto, tietoliikennepalvelut, yhdyskuntapalvelut sekä energia. Yritysten määrä eri toimialaryhmissä vaihtelee vuosittain nolasta 36:een.

Taulukko 2. Otoksen jakauma vuosittain ja toimialoittain.

Toimiala	2004	2005	2006	2007	Kaikki vuodet
Teollisuustuotteet ja -palvelut	30	31	35	36	132
Informaatioteknologia	29	32	29	30	120
Kulutustavarat ja -palvelut	19	20	19	18	76
Perusteollisuus	10	12	10	11	43
Päivittäistavarat	5	6	5	4	20
Terveydenhuolto	3	3	2	4	12
Tietoliikennepalvelut	3	3	2	2	10
Yhdyskuntapalvelut	1	1	1	1	4
Energia	0	0	1	1	2
Yhteensä	100	108	104	107	419

Toimialajaottelu perustuu Helsingin Pörssin käyttämään toimialaluokitukseen.

5.1. Hallituksen palkkiot

Tiedot hallitusten jäsenten palkkioista ja hallitusten kokousten lukumääristä keräsin yritysten vuosien 2004 – 2006 vuosikertomuksista, internet-sivuilta, yhtiökokouspöytäkirjoista ja pörssitiedotteista. Lisäksi täydensin aineistoa kysymällä puuttuvia tietoja sähköpostitse suoraan yrityksistä. Kaikista yhtiöistä en kuitenkaan saanut vastauksia kysymyksiini, minkä vuoksi jouduin jättämään osan yrityksistä pois puuttuvien tietojen takia.

Tutkimuksen tavoitteena on tarkastella yrityksen ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkkioita ja niihin vaikuttavia tekijöitä. Tämän vuoksi hallituksen palkkioihin ei ole laskettu yrityksen

päätoimisena puheenjohtajana toimiville henkilöille maksettuja palkkoja ja luontoisetuja, jotka eroavat huomattavasti yleisesti maksetuista hallituspalkkioista. Myöskään päätoimisille puheenjohtajille myönnettyjä optioita ei ole laskettu mukaan hallituspalkkioihin. Suomessa on tyypillistä, että yrityksen toimitusjohtajalle tai muulle yrityksen palveluksessa olevalle henkilölle ei makseta erikseen palkkiota hallituksen jäsenyydestä, joten päätoimisia puheenjohtajia lukuun ottamatta hallituksen palkkioita maksetaan pääsääntöisesti vain yrityksen ulkopuolisille hallituksen jäsenille.

Kaikki palkkiot on laskettu vuositasolla ja deflatoitu elinkustannusindeksillä käyttäen perusajankohtana elokuuta 2007. Elinkustannusindeksi on laskettu Tilastokeskuksen tietokannasta saatujen pistelukujen perusteella. Ruotsin kruunuissa ilmoitetut palkkiot (TeliaSonera) on muutettu euroiksi käyttämällä valuuttakurssina sen kuukauden keskiparissa, jolloin palkkioista päättävä yhtiökokous on pidetty. Valuuttakurssit on saatu Suomen Pankin internet-sivuilta. Kiinteään palkkioon on laskettu hallituksen jäsenille maksetun kiinteän vuosi- ja/tai kuukausipalkkion määrä mukaanlukien mahdollisesti osakkeina maksettu osuus palkkiosta. Kokouspalkkiot on laskettu kertomalla kokouspalkkion määrä vuosittain pidettyjen kokousten lukumäärällä, vaikka tämä laskutapa ei ota huomioon hallituksen jäsenen mahdollisia poissaoloja hallituksen kokouksista. Vuoden 2007 kokouspalkkiot on laskettu olettaen, että hallituksen kokousten lukumäärä vuonna 2007 on sama kuin edellisenä vuonna 2006.

Hallituksen jäsenille myönnettyjen optioiden arvon laskemisessa on käytetty Black-Scholesin optiohinnoittelumallia (Black ja Scholes, 1973). Optiohinnoittelumallin parametreinä käytettävät tiedot on laskettu optio-ohjelman alkuajankohtana (yhtiökokouspäivämäärä). Hinnoitteluun tarvittava volatiliteetti on laskettu yhtiökokousta edeltävän vuoden pituisen ajanjakson tuottojen keskihajontana. Riskittömänä korkona on käytetty kolmen kuukauden Euribor-korkoa. Optioiden arvo on saatu kertomalla option arvo myönnettyjen optioiden kokonaismäärällä. Tiedot optio-ohjelmista on kerätty yhtiöiden vuosikertomuksista ja yhtiökokousilmoituksista. Volatiliteetin laskemiseen tarvittava osakekurssidata on kerätty Thomson ONE Banker -tietokannasta ja tiedot Euribor-koroista Suomen Pankin internet-sivuilta.

Black-Scholesin mallin sopivuutta kannustinoptioiden arvon laskemiseen on kritisoitu. Murphy (1999) tuo esiin Black-Scholesin mallin puutteita. Ensinnäkin malli olettaa jatkuvan tasaisen

osinkovirran ja vakiona pysyvän osakekurssin volatiliteetin, mikä ei ole niinkään ongelma lyhytaikaisissa optioissa kuin pitkäaikaisissa kannustinoptioissa. Toiseksi kannustinoptiot yleensä menetetään, jos niiden perusteena oleva asema (hallituksen jäsenyys) päättyy, mikä vähentää optioiden arvoa, mutta mitä malli ei ota huomioon. Kolmanneksi malli olettaa, että optiot voidaan toteuttaa vain niiden erääntymispäivänä, vaikka kannustinoptiot voidaan tyypillisesti toteuttaa tietyn ajanjakson kuluessa. Mallin puutteista huolimatta se on Murphyn (1999) mukaan edelleen yleisin kannustinoptioiden arvon laskemiseen käytetty.

Kokonaispalkkiot on saatu laskemalla yhteen edellä esitetyin tavoin lasketut kiinteät palkkiot, kokouspalkkiot ja hallituksen jäsenille myönnettyjen optioiden arvo. Osa yrityksistä maksaa hallituksen jäsenille erikseen palkkioita valiokuntatyöskentelystä. Valiokuntapalkkioina maksetaan kiinteitä vuosi- tai kuukausipalkkioita valiokunnan jäsenyydestä tai puheenjohtajuudesta tai kokouspalkkioita valiokunnan kokouksista. Valiokuntapalkkioita ei ole tässä tarkastelussa otettu huomioon, sillä hallituksen jäsenien valiokuntapaikkojen määrät vaihtelevat ja kunkin jäsenen valiokuntapalkkioiden laskeminen olisi vaatinut huomattavan määrän lisätyötä tarvittavan informaation keräämiseen. Kaikki yritykset eivät myöskään selkeästi ilmoittaneet, maksavatko ne kokouspalkkioita myös valiokuntien kokouksista. Olen olettanut, että valiokuntien kokouksista ei makseta kokouspalkkioita, jos sitä ei ole erikseen lähteissä mainittu. Useimmissa kirjallisuuskatsauksessa referoiduista tutkimuksista valiokuntapalkkiot on jätetty tutkimuksen ulkopuolelle tai niiden laskemiseksi on tehty oletuksia valiokuntapaikkojen jakautumisesta ja valiokuntakokousten lukumääristä (katso esim. Linn ja Park, 2005).

5.1.1 Palkkiorakenne

Hallituksen jäsenten palkkiot muodostuvat kiinteistä vuosi- tai kuukausipalkkioista, kokouspalkkioista ja kannustinoptioista. Osassa yrityksistä kiinteä palkkio maksetaan osittain yrityksen osakkeina. Lisäksi yhdessä yrityksessä maksettiin vuosina 2004 ja 2005 hallituksen jäsenille tulokseen sidottu lisäpalkkio. Taulukossa 3 on esitetty palkkiorakenteet vuosittain tarkastelujaksolla 2004 – 2007.

Taulukko 3. Ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkkiorakenteet vuosittain tarkastelujaksolla 2004 – 2007.

Otos koostuu Helsingin Pörssissä noteeratuista yhtiöistä 419 yritysvuodelta ajanjaksolla 2004 – 2007.

Muuttuja	2004	2005	2006	2007
Yritysten lukumäärä (N)	100	108	104	107
<i>Yritykset, joissa käytössä</i>				
kiinteä palkkio	92,0 %	97,2 %	98,1 %	100,0 %
kokouspalkkio	42,0 %	28,7 %	37,5 %	35,5 %
osakepalkkio	6,0 %	21,3 %	16,3 %	18,7 %
optiot	4,0 %	4,6 %	3,8 %	1,9 %
tulokseen sidottu palkkio	1,0 %	0,93 %	0,0 %	0,0 %
valiokuntapalkkio	20,0 %	24,1 %	28,8 %	29,9 %

Kiinteä palkkio on käytetyin hallituksen palkitsemismuoto. Sen käyttö vaihteli vuoden 2004 92,0 prosentista vuoden 2007 sataan prosenttiin. Kokouspalkkioita maksettiin vuosittain 28,7 – 42,0 prosentissa yrityksistä, mikä on huomattavasti vähemmän kuin Adams ja Ferreiran (2004) otoksessa, jossa kokouspalkkiot olivat käytössä lähes 80 prosentissa USA:n Fortune 500 -yrityksistä. Yrityksistä 20,0 – 29,9 prosenttia mainitsi maksavansa erillisiä palkkioita hallituksen valiokuntatyöskentelystä.

Osakepalkkio oli käytössä vain kuudessa yrityksessä vuonna 2004. Vuonna 2005 osakepalkkioiden käytössä tapahtui hyppäys, kun osakepalkkioita käyttävien yritysten määrä kasvoi 17:llä. Kannustinoptioita käytti tarkastelujaksolla vain kahdesta viiteen yritystä vuodessa. Alexander Corporate Finance Oy:n tutkimuksen mukaan vuonna 2002 osakepalkkio oli käytössä 17 prosentissa ja optiot 23 prosentissa yrityksistä, tosin tutkimus käsitti vain Helsingin pörssin päälistan yritykset (Kopra, 2004). Näyttäisi kuitenkin siltä, että optioiden käyttö hallituksen palkitsemisvälineenä on vähentynyt merkittävästi uusien corporate governance -suositusten myötä, ja korvautunut luultavasti osakepalkkioilla. Osakepohjaisten palkkioiden käyttö on edelleen vähäistä verrattuna yhdysvaltalaisiin yrityksiin, kun esim. Adamsin (2003) otoksessa vuodelta 1998 yli 90 prosenttia Fortune 500 -yrityksistä käytti osakepohjaisia instrumentteja hallituksen palkitsemiseen.

Verotus vaikuttaa osakepalkkioiden suhteeseen kokonaispalkkioista. Valtaosa osakepalkkioita käyttävistä yrityksistä maksaa 40 prosenttia kiinteästä palkkiosta yhtiön osakkeina, jolla varmistetaan se, että käteisenä maksettava osuus riittää ennakonpidätyksen toimittamiseen. Yhdessä yrityksessä osakkeina maksetaan 50 prosenttia kiinteästä palkkiosta ja yhdessä

ennakonpidätyksen jälkeen kiinteästä palkkiosta jäljelle jäävä osa käytetään osakkeiden oston.

5.1.2 Palkkiotasot

Taulukossa 4 on esitetty hallituspalkkioiden tasot vuosittain tarkastelujaksolla 2004 – 2007.

Taulukko 4. Ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkkiotasot vuosittain tarkastelujaksolla 2004 – 2007

Otos koostuu Helsingin Pörssissä noteeratuista yhtiöistä 419 yritysvuodelta ajanjaksolla 2004 – 2007.

Muuttuja	2004	2005	2006	2007	Vuosittainen kasvu keskimäärin
Yritysten lukumäärä	100	108	104	107	
Kokousten lukumäärä	13,41	14,35	13,86	..	
<i>Puheenjohtajien palkkiotasot (keskiarvo, EUR)</i>					
Kiinteä palkkio	36 480	41 047	50 022	55 187	14,9 %
Kokouspalkkio/kokous	225	184	200	223	0,7 %
Kokouspalkkiot yhteensä	3 087	2 234	2 786	2 848	-0,2 %
Optioiden arvo	186	154	580	137	61,0 %
Kokonaispalkkio	40 178	43 613	53 303	58 550	13,5 %
<i>Varapuheenjohtajien palkkiotasot (keskiarvo, EUR)</i>					
Kiinteä palkkio	27 013	27 916	34 745	34 785	9,3 %
Kokouspalkkio/kokous	162	192	212	228	12,2 %
Kokouspalkkiot yhteensä	2 313	2 281	2 920	2 912	8,8 %
Optioiden arvo	0	0	129	138	2,3 %
Kokonaispalkkio	29 326	30 196	38 144	38 133	9,8 %
<i>Jäsenten palkkiotasot (keskiarvo, EUR)</i>					
Kiinteä palkkio	17 323	18 827	21 692	24 434	12,2 %
Kokouspalkkio/kokous	176	159	173	183	1,6 %
Kokouspalkkiot yhteensä	2 493	1 919	2 416	2 398	0,7 %
Optioiden arvo	163	128	530	68	68,5 %
Kokonaispalkkio	20 000	20 917	24 785	27 059	10,8 %
<i>Palkkiotasot keskimäärin* (keskiarvo, EUR)</i>					
Kiinteä palkkio	21 019	23 090	27 185	30 027	12,7 %
Kokouspalkkio/kokous	186	164	179	191	1,3 %
Kokouspalkkiot yhteensä	2 613	1 977	2 494	2 479	0,4 %
Optioiden arvo	167	133	542	86	67,7 %
Kokonaispalkkio	23 899	25 269	30 417	32 789	11,3 %

* Kaikkien hallituksen jäsenten (puheenjohtaja, varapuheenjohtaja, jäsen) palkkio keskimäärin Kokouspalkkiot yhteensä vuonna 2007 laskettu käyttäen oletuksena vuoden 2006 kokousten lukumäärää Euromääräiset luvut deflatoitu elinkustannusindeksillä (elokuu 2007 = 100)

Kiinteä palkkio muodostaa keskimäärin noin 90 % hallituksen jäsenten kokonaispalkkioista. Kiinteän palkkion ja sen mukana myös kokonaispalkkion määrä on kasvanut vuosittain koko tarkastelujakson 2004 – 2007 ajan. Keskimäärin kiinteän palkkion kasvu on ollut 12,7 % ja kokonaispalkkion kasvu 11,3 % vuodessa. Vuodesta 2004 vuoteen 2007 kiinteä palkkio on kasvanut keskimäärin 42,9 % ja kokonaispalkkio 37,2 %. Kokouspalkkioissa ei ole nähtävissä selkeää trendiä, ne vaihtelevat jonkin verran vuosittain, mutta vaihteluun vaikuttaa luonnollisesti myös pidettyjen kokousten lukumäärä. Kokouksia hallitukset ovat pitäneet keskimäärin 13 – 14 vuodessa.

Taulukossa 5 on esitetty palkkiotasojen tilastollinen yhteenveto koko havaintoaineistosta.

Taulukko 5. Ulkopuolisten hallituksen jäsenten palkkiotasojen tilastollinen yhteenveto

Otos koostuu Helsingin Pörssissä noteeratuista yhtiöistä 419 yritysvuodelta ajanjaksolla 2004 – 2007.

Muuttuja	Keskiarvo	Mediaani	Keski-hajonta	Maksimi
<i>Puheenjohtajien palkkiotasot (EUR)</i>				
Kiinteä palkkio	45 786	33 188	60 051	600 000
Kokouspalkkio/kokous	208	0	357	2 849
Kokouspalkkiot yhteensä	2 731	0	5 317	45 577
Optioiden arvo	262	0	2 523	43 722
Kokonaispalkkio	49 025	36 183	60 114	600 000
<i>Varapuheenjohtajien palkkiotasot (EUR)</i>				
Kiinteä palkkio	31 336	25 000	28 458	243 690
Kokouspalkkio/kokous	200	0	263	1 300
Kokouspalkkiot yhteensä	2 623	0	3 908	20 117
Optioiden arvo	70	0	860	10 875
Kokonaispalkkio	34 174	28 486	29 198	262 210
<i>Jäsenten palkkiotasot (EUR)</i>				
Kiinteä palkkio	20 611	17 546	16 024	130 000
Kokouspalkkio/kokous	173	0	261	1 424
Kokouspalkkiot yhteensä	2 301	0	3 838	22 788
Optioiden arvo	220	0	2 350	43 722
Kokonaispalkkio	23 231	19 370	16 482	130 000
<i>Palkkiotasot keskimäärin* (EUR)</i>				
Kiinteä palkkio	25 384	21 421	20 810	154 286
Kokouspalkkio/kokous	180	0	277	1 780
Kokouspalkkiot yhteensä	2 385	0	4 080	28 486
Optioiden arvo	230	0	2 385	43 722
Kokonaispalkkio	28 146	23 394	21 146	154 286

* Kaikkien hallituksen jäsenten (puheenjohtaja, varapuheenjohtaja, jäsen) palkkio keskimäärin Kokouspalkkiot yhteensä vuonna 2007 laskettu käyttäen oletuksena vuoden 2006 kokousten lukumäärää Euromääräiset luvut deflatoitu elinkustannusindeksillä (elokuu 2007 = 100)

Vuosien 2004 – 2007 aikana hallituksen puheenjohtajille maksettiin palkkioita kokonaisuudessaan keskimäärin 49.025 euroa, varapuheenjohtajille 34.174 euroa ja muille jäsenille 23.231 euroa vuodessa. Kaikkien hallituksen jäsenten keskimääräinen kokonaispalkkio oli 28.146 euroa. Mediaanipalkkiot olivat vastaavasti 36.183 euroa puheenjohtajille, 28.486 varapuheenjohtajille ja 19.370 muille jäsenille. Puheenjohtajien maksimipalkkiotaso oli 600.000 euroa, varapuheenjohtajien 262.210 euroa ja muiden jäsenten 130.000 euroa. Minimipalkkio oli kaikissa palkkiomuodoissa nolla. Hallituksen puheenjohtajien mediaanipalkkio oli noin 1,9-kertainen ja varapuheenjohtajien 1,5-kertainen jäsenten palkkioon nähden.

Osassa yrityksistä ulkomaisille tai ulkomailla asuville hallituksen jäsenille maksettiin suurempia palkkioita kuin kotimaisille jäsenille. Lisäpalkkio maksettiin joko suurempana kiinteänä palkkiona tai suurempana kokouspalkkiona, tai ulkomaisille maksettiin kokouspalkkioita, vaikka kotimaisille jäsenille niitä ei maksettu. Otoksessa oli 12 havaintoa, joissa ulkomaisille hallituksen jäsenille maksettiin suurempia palkkioita.

Yrityksissä, joissa kokouspalkkiot olivat käytössä, keskimääräinen kokouspalkkio oli 464 euroa, minimi 76 euroa ja maksimi 1.780 euroa kokoukselta.

5.2. Yritysten ja hallitusten ominaisuudet

Yrityksiä koskevat taloudelliset tiedot keräsin Kauppalehti Online -palvelusta. Tiedot käsittävät yritysten liikevaihdon, markkina-arvon, market-to-book-tunnusluvun, investointiasteen ja nettovelkaantumisasteen. Hallituksen ominaisuuksia ja omistusrakennetta koskevat tiedot keräsin yritysten vuosikertomuksista ja internet-sivuilta. Toimitusjohtajan ja hallituksen jäsenten omistustietoja täydensin lisäksi Suomen Arvopaperikeskuksen NetSire-palvelusta saatavilla tiedoilla. Muuttujien kuvaukset ja laskentatapa on esitetty taulukossa 6.

Taulukko 6. Analyyseissa käytetyt selittävät muuttujat

Muuttujaryhmä	Muuttuja	Muuttujan laskentatapa
Agenttikustannuksiin vaikuttavat tekijät	Liikevaihto $t-1$	Liikevaihto, Ln (liikevaihto)
	Markkina-arvo, milj. euroa $t-1$	Osakkeiden kokonaismäärä tilikauden lopussa (ei omia osakkeita) x osakkeiden hinta tilikauden lopussa; markkina-arvo lasketaan sarjoittain; mikäli noteeraamattomia sarjoja, näiden kurssina käytetään noteeratun sarjan kurssia
	Market-to-book $t-1$	Oman pääoman markkina-arvo / oman pääoman kirja-arvo
	Investointiaste, % $t-1$	Bruttoinvestoinnit / liikevaihto x 100
	Nettovelkaantumisaste, % $t-1$	(Korolliset velat (ei sis. pääomalainoja) - likvidit rahavarat) / tasesubstanssi x 100
Hallituksen ominaisuudet	Hallituksen koko	Hallituksen jäsenten lukumäärä
	Riippumattomien jäsenten osuus, %	Riippumattomien hallituksen jäsenten lukumäärä / hallituksen jäsenten lukumäärä x 100
	Toimitusjohtaja jäsen	1, jos toimitusjohtaja hallituksen jäsen, 0 muuten
Omistusrakenne	Institutionaalinen omistus, % $t-1$	Kotimaisten instituutioiden (yritykset, rahoitus- ja vakuutuslaitokset, julkisyhteisöt ja voittoa tavoittelemattomat yhteisöt) omistamien yrityksen osakkeiden lukumäärä / osakkeiden kokonaismäärä x 100
	Valtion omistus	1, jos yritys on valtionyhtiö tai valtion osakkuusyhtiö, 0 muuten
	Hallituksen omistus, %	Ulkopuolisten hallituksen jäsenten omistamien osakkeiden lukumäärä / osakkeiden kokonaismäärä x 100
	Toimitusjohtajan omistus, % $t-1$	Toimitusjohtajan omistamien yrityksen osakkeiden lukumäärä / osakkeiden kokonaismäärä x 100

Taloudellisista tunnusluvuista olen käyttänyt tarkasteluvuotta edeltävän vuoden tietoja ja institutionaalisesta sekä toimitusjohtajan omistusosuudesta tarkasteluvuotta edeltävän vuoden lopun tilannetta. Tällöin käytetty tieto kuvaa hallituksen palkkioista päätettäessä vallitsevaa tilannetta. Lisäksi edellisen vuoden tietojen käyttö vähentää mahdollista endogeenisyyttä. Institutionaalinen omistus on rajattu kotimaiseen omistukseen, koska yritysten tiedoista ei käy ilmi ulkomaisen institutionaalisen omistuksen määrä. Regressioanalyyseissa olen käyttänyt liikevaihdon luonnollista logaritmia.

Liitteessä 1 on esitetty tilastollinen yhteenveto edellä kuvatuista muuttujista. Yrityksen keskikoko otoksessa on 1,4 miljardia euroa liikevaihdolla ja 1,6 miljardia euroa markkina-

arvolla mitattuna. Keskiarvomarket-to-book-tunnusluku on 2,6, investointiaste 9 prosenttia ja nettovelkaantumisaste 47 prosenttia. Otoksen yrityksissä hallituksen koko on keskimäärin kuusi jäsentä, joista riippumattomia on 79 prosenttia. Toimitusjohtaja on hallituksen jäsen 28 prosentissa yrityksistä ja noin yhdessä prosentissa toimitusjohtaja toimii yrityksen hallituksen puheenjohtajana. Rämäsen (2003) mukaan vuonna 2002 toimitusjohtaja oli hallituksen jäsen 37 prosentissa yrityksistä, joten luku näyttäisi laskeneen. Tosin Rämäsen tutkimuksessa olivat mukana vain päälistan yritykset. Toimitusjohtajan omistusosuus otoksen yrityksissä on keskimäärin 3,9 prosenttia, hallituksen 7,0 prosenttia ja kotimaisten instituutioiden 41,4 prosenttia osakekannasta. 8,8 prosenttia yrityksistä on valtionyhtiöitä tai valtion osakkuusyhtiöitä.

6. Tutkimusmenetelmät

6.1. Lineaarinen regressioanalyysi

Käytän tutkimuksessani lineaarista regressioanalyysia mitatakseni hallituksen jäsenten palkkiotasojen ja agenttikustannuksiin vaikuttavien tekijöiden, hallituksen ominaisuuksien ja yrityksen omistusrakenteen välisiä yhteyksiä. Käytän pienimmän neliösumman (PNS) menetelmää regressiomallien estimointiin. Muodollisesti regressiomallit ovat seuraavanlaisia:

Palkkiomuuttuja_i = f (yrityksen koko, market-to-book, investointiaste, nettovelkaantumisaste, hallituksen koko, riippumattomien jäsenten osuus, toimitusjohtaja jäsen (1,0), toimitusjohtajan omistus, hallituksen omistus, institutionaalinen omistus, valtion omistus (1,0), kontrollimuuttujat)

(1)

Samanlaisia malleja eri selittävillä muuttujilla ovat käyttäneet esim. Bryan ym. (2000), Linn ja Park (2005) sekä Brick ym. (2006).

Estimoin lauseketta (1) vastaavat regressiot, joissa selitettävänä muuttujana on hallituksen jäsenten keskimääräinen kiinteä palkkio ja hallituksen jäsenten keskimääräinen kokonaispalkkio. Regressioissa käytetyt selittävät muuttujat on kuvattu edellä taulukossa 6. Kontrollimuuttujina olen käyttänyt aiempien tutkimusten tapaan toimiala- ja vuosi-dummy-muuttujia.

6.1.1 Regressioanalyysiin liittyvät potentiaaliset ongelmat

Multikollineaarisuus

Multikollineaarisuudeksi kutsutaan tilannetta, jossa mallin selittäjinä käytetyt muuttujat korreloivat keskenään. Multikollineaarisuus vähentää regressiokerrointen merkitsevyyttä ja voi johtaa tulosten epästabiiliuteen. Tarkastellakseni selittävien muuttujien välistä potentiaalista multikollineaarisuutta, lasken selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet. Korrelaatiomatriisi on esitetty liitteessä 2. Suurin korrelaatiokerroin on liikevaihdon luonnollisen logaritmin ja hallituksen koon välillä, 0,671. Muut korrelaatiokertoimet eivät ylitä 0,5:tä.

Heteroskedastisuus

Heteroskedastisuus viittaa tilanteeseen, jossa virhetermien varianssi ei ole vakio. Heteroskedastisuuden ilmetessä mallin estimaattorien ja testien tarkkuus heikkenee ja tulokset ovat epäluotettavia. Heteroskedastisuusongelmaa pyritään välttämään tekemällä tarvittaessa muuttujille logaritmi-, neliö- tai kuutiojuurimuunnos. Ongelman välttämiseksi olen käyttänyt selittävinä muuttujina palkkioiden luonnollista logaritmia.

6.2. Keskiarvotesti

Tutkimuksen toisessa osassa tarkastelen yritysten ja hallitusten ominaisuuksien vaikutusta osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön. Vertaan yritysten ja hallitusten ominaisuuksia niissä yrityksissä, joissa hallitukselle maksetaan osa palkkioista osakkeina tai joissa hallituksen jäsenille on myönnetty optioita, yrityksiin, joissa osakkeita tai optioita ei käytetä hallituksen palkitsemiseen. Vertailua varten otos on jaettu kahteen ryhmään; yrityksiin, joissa on käytössä osakepohjainen palkkio, ja yrityksiin, joissa ei ole käytössä osakepohjaisia palkkioita. Ryhmien keskiarvojen välisten erojen tilastollista merkitsevyyttä olen testannut t-testillä. T-testin laskemistapa riippuu siitä, onko ryhmien varianssi yhtä suuri vai erisuuri. Jos ryhmien varianssit oletetaan yhtä suuriksi, lasketaan t-arvo seuraavasti:

$$t = \frac{\text{keskiarvo}_1 - \text{keskiarvo}_2}{\sqrt{\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}}}, \quad (2)$$

jossa keskiarvo_1 on ensimmäisen ryhmän keskiarvo, keskiarvo_2 toisen ryhmän keskiarvo, s_i ryhmän i havaintojen keskihajonta ja n_i ryhmän i havaintojen lukumäärä.

Mikäli ryhmien varianssit ovat samansuuruisia, lasketaan t -arvo seuraavasti:

$$t = \frac{\text{keskiarvo}_1 - \text{keskiarvo}_2}{\sqrt{s_{pooled}^2 \left(\frac{1}{n_1} + \frac{1}{n_2} \right)}}, \quad (3)$$

jossa keskiarvo_1 on ensimmäisen ryhmän keskiarvo, keskiarvo_2 toisen ryhmän keskiarvo, s_{pooled}^2 otoksen perusteella estimoitu ryhmien yhteinen varianssi ja n_i ryhmän i havaintojen lukumäärä.

Yhdistetty varianssi saadaan laskettua seuraavasti:

$$s_{pooled}^2 = \frac{(n_1-1)s_1^2 + (n_2-1)s_2^2}{n_1 + n_2 - 2}, \quad (4)$$

jossa s_{pooled}^2 on otoksen perusteella estimoitu ryhmien yhteinen varianssi, s_i ryhmän i havaintojen keskihajonta ja n_i ryhmän i havaintojen lukumäärä.

Varianssien samansuurisuutta olen testannut Levenen testillä (*Levene's Test for Equality of Variances*).

6.3. Logistinen regressioanalyysi

Osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön vaikuttavia tekijöitä tutkin keskiarvotestin lisäksi logistisella regressioanalyysillä. Logistinen regressio on regressioanalyysin erityistyyppi, jota käytetään silloin, kun selitettävä muuttuja voi saada vain kaksi arvoa.

Tavallisessa regressioanalyysissä selitettävän muuttujan arvot voivat vaihdella paljonkin. Regressioanalyysi ei kuitenkaan ole käyttökelpoinen silloin, kun selitettävän muuttujan arvot rajoittuvat vain kahteen vaihtoehtoon. Logistinen regressioanalyysi ei pyri ennustamaan määriä, vaan todennäköisyyksiä. Kyse on siis siitä, millä todennäköisyydellä tarkasteltavana oleva asia tapahtuu tai pätee. Tulokset kertovat, vaikuttavatko selittävät muuttujat tapahtuman todennäköisyyteen ja kuinka suuri vaikutus on.

Yksinkertaistettuna logistinen regressiomalli on tavallinen regressiomalli, jossa selitettävänä muuttujana on tutkittavan tapahtuman riskin logaritmi. Tämä voidaan ilmaista kaavalla seuraavasti:

$$\ln \left[\frac{P(Y = 1)}{1 - P(Y = 1)} \right] = a + bx \quad (5)$$

Kaavassa $P(Y=1)$ on todennäköisyys sille, että selitettävä muuttuja saa arvon yksi, a on vakiotekijä, b regressiokerroin ja x selittävän muuttujan arvo. Logistisen regressiomallin kaavan lauseke $a+bx$ on täsmälleen sama kuin normaalissa regressioanalyysissä. Siksi logistisen regressiomallin tulkinta ja siihen liittyvät ongelmat ovat lähes samat kuin regressioanalyysissä. Näitä ongelmia on käsitelty edellä luvussa 6.1.1. Tulkinnassa täytyy kuitenkin ottaa huomioon se, että logistisessa regressiomallissa selittävien ja selitettävän muuttujan suhde ei ole lineaarinen, vaan siinä oletetaan suhteen seuraavan niin sanotun s -käyrän (eli logistisen käyrän) muotoa. (FSD, 2007)

Tässä tutkimuksessa selitettävä muuttuja saa arvon 1, jos yrityksessä on käytössä osakepohjainen hallituksen palkitsemisjärjestelmä ja 0 muuten. Käyttämäni logistinen regressiomalli on seuraavanlainen:

Todennäköisyys (osakepohjainen palkkio käytössä) = f (yrityksen koko, market-to-book, investointiaste, nettovelkaantumisaste, hallituksen koko, riippumattomien jäsenten osuus, toimitusjohtaja jäsen (1,0), toimitusjohtajan omistus, hallituksen omistus, institutionaalinen omistus, valtion omistus (1,0), kontrollimuuttujat

(6)

Selittävät muuttujat on esitelty tarkemmin edellä taulukossa 6.

7. Tutkimuksen tulokset

Tässä luvussa esitän tulokset hallituksen palkkioihin vaikuttavien tekijöiden analyyseista. Ensiksi käyn läpi lineaariset regressioanalyysit, joissa olen käyttänyt selitettävänä muuttujina hallituksen jäsenten kiinteiden ja kokonaispalkkioiden tasoja. Toiseksi esitän tulokset osakepohjaisten palkkioiden käyttöön liittyvistä keskiarvotesteistä ja logistisista regressioanalyyseista.

7.1. Palkkiotasoihin vaikuttavat tekijät

Empiirisen tutkimuksen ensimmäisessä osassa selvitän hallituksen jäsenten palkkiotasojen ja yrityksen ja hallituksen ominaisuuksien sekä omistusrakenteen välistä yhteyttä aineiston yhtiöillä. Taulukko 7 sisältää tulokset regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on ulkopuolisten hallitusten jäsenten (puheenjohtajat, varapuheenjohtajat ja muut jäsenet) keskimääräinen kiinteä palkkio.

Tulokset regressiosta (1) taulukossa 7 osoittavat, että merkittävin hallituksen jäsenten kiinteisiin palkkioihin vaikuttava tekijä on yrityksen koko (liikevaihdon luonnollisella logaritmillä mitattuna). Vaikutus on hypoteesin mukaisesti positiivinen ja tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$). Tulos tukee Linnin ja Parkin (2005) sekä Brickin ym. (2006) esittämiä havaintoja yhdysvaltalaisista yrityksistä. Yleinen selitys yhteydelle on suurten yritysten valvonnan vaatimus.

Yrityksen koon lisäksi hallituksen kiinteisiin palkkioihin positiivisesti vaikuttaa riippumattomien hallituksen jäsenten osuus. Vastaavaan tulokseen päätyivät myös Brick ym. (2006). Hallituksen omistuksella on negatiivinen vaikutus kiinteisiin palkkioihin. Aiemmissa tutkimuksissa (Fich ja Shivdasani, 2005, Bryan ja Klein, 2004, Perry, 2000) on raportoitu negatiivinen yhteys hallituksen omistuksen ja osakepohjaisten palkkioiden käytön välillä, sen sijaan vaikutuksesta palkkiotasoihin ei ole näyttöä. Toimitusjohtajan omistuksen vaikutus on positiivinen, toisin kuin Brickin ym. (2006) tutkimuksessa, tosin kerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä. Valtion omistus vaikuttaa negatiivisesti palkkiotasoon samoin kuin toimitusjohtajan hallitusjäsenyys. Näiden tekijöiden vaikutus on tilastollisesti merkitsevä ($p < 0,01$). Lisäksi nettovelkaantumisasteen vaikutus on melkein merkitsevä ($p < 0,05$), mutta

kerroin on hyvin pieni. Toimitusjohtajan hallitusjäsenyyden hypoteesin vastainen negatiivinen vaikutus tukee havaintoa, että hallituksen riippumattomuus vaikuttaa positiivisesti hallituksen palkkiotasoon, sillä toimitusjohtajan hallitusjäsenyys vähentää riippumattomuutta.

Hallituksen koon ja palkkioiden välinen yhteys oli odotusten vastaisesti positiivinen, tosin ei tilastollisesti merkitsevä. Suomalaisten pörssiyhtiöiden hallitukset ovat melko pieniä, otoksessani keskimääräinen hallituksen koko oli kuusi jäsentä ja maksimikin vain kaksitoista. Tämä saattaa osaltaan vaikuttaa siihen, ettei hallituksen koolla ole vaikutusta palkkiotasoon. Toisaalta hallituksen ja yrityksen koon välinen korrelaatio on melko suuri, 67 %, mikä voi myös vaikuttaa tulokseen.

Regressiossa (2) taulukossa 7 olen lisännyt toimiala- ja vuosi-dummy-muuttujat regressioon. Lisäyksellä ei ollut suurta vaikutusta tuloksiin. Nettovelkaantumisaste menetti tilastollisen merkitsevyytensä ja toimitusjohtajan jäsenyyden merkitsevyys väheni. Regressiossa (3) poistin vähiten merkitsevät selittävät muuttujat regressiosta, mutta pidin edelleen vuosi- ja toimiala-dummyt mukana. Tulokset säilyivät lähes muuttumattomina.

Mallien selityskertoimet (R^2) osoittavat, että mallit kykenevät melko hyvin selittämään palkkioiden tasoa. Regression (1) selitysaste on yli 60 %, ja kun lisätään toimiala- ja vuosi-dummyt, selitysaste nousee 66 %:iin. Vähiten merkitsevien muuttujien poistamisen jälkeenkin selitysaste on noin 63 %.

Taulukko 7. PNS regressioanalyysin tulokset hallituksen kiinteisiin palkkioihin vaikuttavista tekijöistä

Kerroinestimaatit (t-arvot suluissa) regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on kaikkien ulkopuolisten hallituksen jäsenten (puheenjohtajat, varapuheenjohtajat, jäsenet) kiinteä palkkio keskimäärin. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2004 – 2007. Selittävien muuttujien kuvaukset on esitetty taulukossa 6.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: ln(kiinteä palkkio)		
		(1)	(2)	(3)
(Constant)	..	***8,511 (59,40)	***8,710 (59,89)	***8,439 (73,08)
Ln(liikevaihto)	+	***0,236 (14,25)	***0,255 (15,59)	***0,258 (19,81)
Market-to-book	+	0,015 (0,97)	0,004 (0,24)	--
Investointiaste	+	-0,000 (-0,03)	-0,000 (-0,01)	--
Nettovelkaantumisaste	-	*-0,000 (-2,46)	-0,000 (-1,20)	--
Hallituksen koko	-	0,026 (1,39)	0,016 (0,91)	--
Riippumattomien jäsenten osuus	+	**0,372 (3,32)	**0,365 (3,37)	**0,344 (3,33)
Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	+	** -0,203 (-3,48)	*-0,144 (-2,55)	*-0,166 (-2,30)
Toimitusjohtajan omistus	-	0,005 (1,75)	0,003 (1,16)	--
Hallituksen omistus	-	** -0,006 (-2,99)	** -0,006 (-3,15)	*** -0,006 (-3,55)
Institutionaalinen omistus	..	-0,002 (-1,42)	-0,001 (-1,22)	--
Valtion omistus (1,0)	..	** -0,286 (-3,27)	** -0,309 (-3,22)	** -0,283 (-3,05)
Toimiala-dummyt		Ei	Kyllä	Kyllä
Vuosi-dummyt		Ei	Kyllä	Kyllä
R ²		0,602	0,660	0,631
Havaintojen lukumäärä		347	347	383

*** Tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$)

** Tilastollisesti merkitsevä ($0,001 \leq p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \leq p < 0,05$)

Taulukossa 8 on esitetty tulokset samanlaisista regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on ulkopuolisten hallitusten jäsenten keskimääräinen kokonaispalkkio. Tulokset eivät juuri poikkea kiinteiden palkkioiden regressioista, mikä ei ole yllätys, sillä kiinteät palkkiot muodostavat valtaosan hallituksen jäsenten kokonaispalkkioista. Itse asiassa kiinteän palkkion osuus hallituksen jäsenen kokonaispalkkiosta on otoksessani keskimäärin noin 90 %.

Taulukko 8. PNS regressioanalyysin tulokset hallituksen kokonaispalkkioihin vaikuttavista tekijöistä

Kerroinestimaatit (t-arvot suluissa) regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on kaikkien ulkopuolisten hallituksen jäsenten (puheenjohtajat, varapuheenjohtajat, jäsenet) kokonaispalkkio keskimäärin. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä ajanjaksolla 2004 – 2007. Selittävien muuttujien kuvaukset on esitetty taulukossa 6.

Selittävä muuttuja	Odotettu merkki	Selitettävä muuttuja: ln(kokonaispalkkio)		
		(1)	(2)	(3)
(Constant)	..	***8,534 (58,96)	***8,751 (59,72)	***8,895 (80,421)
Ln(liikevaihto)	+	***0,235 (14,01)	***0,253 (15,39)	***0,256 (19,33)
Market-to-book	+	0,023 (1,50)	0,013 (0,86)	--
Investointiaste	+	0,000 (0,03)	0,000 (0,10)	--
Nettovelkaantumisaste	-	** -0,000 (-2,63)	-0,000 (-1,42)	--
Hallituksen koko	-	0,027 (1,45)	0,016 (0,93)	--
Riippumattomien jäsenten osuus	+	**0,332 (2,94)	**0,339 (3,12)	**0,295 (2,83)
Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	+	***-0,218 (-3,66)	** -0,153 (-2,67)	* -0,117 (-2,27)
Toimitusjohtajan omistus	-	*0,006 (2,30)	0,004 (1,65)	--
Hallituksen omistus	-	** -0,006 (-2,96)	** -0,006 (-3,22)	*** -0,006 (-3,78)
Institutionaalinen omistus	..	-0,002 (-1,59)	-0,002 (-1,50)	--
Valtion omistus (1,0)	..	** -0,272 (-3,09)	** -0,294 (-3,07)	** -0,276 (-2,96)
Toimiala-dummyt		Ei	Kyllä	Kyllä
Vuosi-dummyt		Ei	Kyllä	Kyllä
R ²		0,596	0,659	0,626
Havaintojen lukumäärä		342	342	377

*** Tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$)

** Tilastollisesti merkitsevä ($0,001 \leq p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \leq p < 0,05$)

7.2. Osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavat tekijät

Tutkimuksen toisessa osassa selvitän yritysten ja hallitusten ominaisuuksien ja omistusrakenteen vaikutusta osakepohjaisten palkkioiden käyttöön. Analysointiin käytän sekä keskiarvotestiä että logistista regressiota. Taulukossa 9 on esitetty keskiarvotestien tulokset.

Taulukko 9. Keskiarvojen vertailu yritysryhmissä, joissa on käytetty tai ei ole käytetty osakepohjaisia palkkioita ulkopuolisille hallituksen jäsenille

Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä, 80 yritysvuodesta, joissa on käytetty osakepohjaisia palkkioita (ryhmä 1) ja 339 yritysvuodesta, joissa ei ole käytetty osakepohjaisia palkkioita (ryhmä 2) ajanjaksolla 2004–2007. Havaintojen lukumäärä (n) vaihtelee saatavilla olevien tietojen mukaan. Jos n on pienempi kuin 80 ryhmässä 1 tai vastaavasti 339 ryhmässä 2, viittaa se puuttuviin tietoihin. Osakepohjainen palkkio tarkoittaa, että yritys on maksanut ko. vuonna osan kiinteästä hallituspalkkiosta yrityksen osakkeina tai yritys on käyttänyt optioita hallituksen palkitsemiseen. Keskiarvojen erojen tilastollinen merkitsevyys on testattu t-testillä. Muuttujien kuvaukset on esitetty taulukossa 6.

	Ryhmä 1: Osakepohjainen palkkio		Ryhmä 2: Ei osakepohjaisia palkkioita		Keskiarvojen ero	Odotettu merkki
Muuttuja	n	Keski- arvo	n	Keski- arvo	(absoluuttinen arvo)	
<i>Agenttikustannukset</i>						
Liikevaihto	80	2 104	336	1 202	901,80	+
Market-to-book	80	3,42	319	2,39	***1,03	+
Investointiaste	80	8,59	334	9,04	-0,45	+
Nettovelkaantumisaste	80	23,35	327	53,25	-29,91	-
<i>Hallituksen ominaisuudet</i>						
Hallituksen koko	80	6,25	339	5,97	0,28	-
Riippumattomien jäsenten osuus	80	81,90	339	78,30	0,36	+
Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	80	0,30	339	0,28	0,20	..
<i>Omistusrakenne</i>						
Toimitusjohtajan omistus	77	3,95	303	3,56	0,39	-
Hallituksen omistus	79	3,60	310	7,90	***-4,30	-
Institutionaalinen omistus	77	40,29	320	41,70	-1,40	+
Valtion omistus (1,0)	80	0,01	339	0,11	***-0,09	-

*** Tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$)

** Tilastollisesti merkitsevä ($0,001 \leq p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \leq p < 0,05$)

Taulukosta 9 nähdään, että osakepohjaisia palkkioita käyttävien yritysten markkina-arvon suhde kirja-arvoon (market-to-book) on suurempi kuin yritysten, jotka eivät käytä osakepohjaisia palkkioita. Myös liikevaihto on suurempi, mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä. Investointiaste on osakepohjaisia palkkioita käyttävissä yrityksissä odotuksien vastaisesti pienempi kuin vertailuryhmässä, mutta ero ei ole tilastollisesti merkitsevä. Osakepohjaisia palkkioita käyttävien yritysten hallituksen koko on hypoteesin vastaisesti hieman suurempi kuin muiden yritysten. Tulos on vastaava kuin edellä palkkiotasojen osalta. Tosin ero ei ole tilastollisesti merkitsevä, kuten eivät erot muidenkaan hallituksen ominaisuuksia mittaavien muuttujien välillä. Hallituksen omistusosuus osakepohjaisia käyttävissä yrityksissä on pienempi kuin vertailuryhmässä ja ne ovat harvemmin valtio-omisteisia.

Taulukossa 10 on esitetty tulokset logistisista regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on todennäköisyys sille, että yrityksessä on osakepohjainen hallituksen palkkio käytössä. Tulokset regressiosta (1) taulukossa 10 osoittavat, että osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön eniten vaikuttavat market-to-book, hallituksen omistus ja valtion omistus. Niiden kertoimet ovat tilastollisesti merkitseviä yhden prosentin tasolla. Lisäksi liikevaihdon vaikutus on tilastollisesti merkitsevä viiden prosentin tasolla. Näistä market-to-book ja liikevaihto vaikuttavat odotusten mukaan positiivisesti ja hallituksen ja valtion omistus negatiivisesti.

Market-to-book-tunnuslukua olen käyttänyt yrityksen investointimahdollisuuksien mittarina. Investointimahdollisuuksien positiivisesta vaikutuksesta osakepohjaisten palkkioiden käyttöön ovat raportoineet mm. Linn ja Park (2005) sekä Brick ym. (2006). Osakepohjaisilla palkkioilla pyritään kannustamaan hallitusta huolehtimaan investointimahdollisuuksien optimaalisesta hyödyntämisestä. Investointimahdollisuuksien mittaaminen on kuitenkin hankalaa ja siihen on käytetty tutkimuksissa monia eri tunnuslukuja, mm. market-to-bookia, investointiastetta ja t&k-kustannuksia. Näistä investointiaste ja t&k-kustannukset ovat menneisyydestä mitattuja lukuja, kun taas market-to-book ottaa huomioon markkinoiden tulevaisuuden odotuksia heijastavan osakekurssin. Investointiaste ei osoittanut analyysissäni vaikuttavan merkitsevästi osakepohjaisten palkkioiden käyttöön. Sen sijaan market-to-book-tunnusluvun vaikutus oli tutkituista muuttujista suurin. Testatakseni market-to-book-tunnusluvun merkitystä vielä lisää, estimoin taulukon 10 regressioita (1) ja (2) vastaavat regressiot myös siten, että käytin yrityksen koon mittarina liikevaihdon sijaan yrityksen

markkina-arvoa. Toisin kuin liikevaihdolla, markkina-arvolla ei ollut vaikutusta osakepohjaisten palkkioiden käyttöön. Tulokset näistä regressioista on esitetty liitteessä 3.

Hallituksen omistuksen negatiivisesta vaikutuksesta osakepohjaisten palkkioiden käyttöön ovat esittäneet todisteita Fich ja Shivdasani (2005), Bryan ja Klein (2004) sekä Perry (2000). Omat tulokseni tukevat näitä tutkimuksia. Syy on varsin selkeä, omistus yhtenäistää hallituksen ja omistajien intressejä ja vähentää tarvetta kannustaa tehokkaaseen valvontaan. Samasta syystä myös toimitusjohtajan omistuksen olisi odottanut vähentävän osakepohjaisten palkkioiden käytön todennäköisyyttä, kuten Perry (2000) on esittänyt. Tutkimuksessani toimitusjohtajan omistuksen vaikutus ei kuitenkaan ollut merkitsevä, vaikkakin se oli odotusten suuntainen. Perry (2000) esitti tutkimuksessaan todisteita myös institutionaalisen omistuksen positiivisesta vaikutuksesta osakepohjaisten palkkioiden käyttöönottoon. Lisäksi Fichin ja Shivdasanin (2005) tutkimuksessa ilmeni positiivinen yhteys institutionaalisen omistuksen ja hallituksen optiojärjestelmien käyttöönoton välillä. Siksi onkin yllättävää, että institutionaalisen omistuksen vaikutus osakepohjaisten palkkioiden käyttöön on tutkimuksessani negatiivinen, vaikkakaan ei tilastollisesti merkittävä. Tosin mittarissa on mukana vain kotimainen institutionaalinen omistus. Olisikin mielenkiintoista tietää, muuttaisiko ulkomaisen institutionaalisen omistuksen lisääminen tuloksia, mutta valitettavasti tätä tietoa ei ole saatavilla.

Regressiossa (2) taulukossa 10 olen lisännyt toimiala- ja vuosi-dummy-muuttujat regressioon. Lisäys vaikutti eniten valtion omistukseen, jonka kerroin kasvoi, mutta menetti tilastollisen merkitsevyytensä. Syynä saattaa olla valtion omistuksen keskittyminen tietyille toimialoille. Liikevaihdon tilastollinen merkitsevyys kasvoi ja hallituksen riippumattomien jäsenten osuus nousi merkitseväksi 5 %:n tasolla, kun se ei regressiossa (1) aivan yltänyt tähän.

Tulokset logistisista regressioista ovat johdonmukaisia edellä esitettyjen keskiarvotestojen kanssa. Huomioitavaa on, että mallien selityskertoimet ovat melko alhaisia (0,253 ja 0,362), eli valitut muuttujat eivät pysty kovin hyvin ennustamaan osakepohjaisten palkkioiden todennäköisyyttä.

Taulukko 10. Logistisen regressioanalyysin tulokset osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön vaikuttavista tekijöistä.

Kerroinestimaatit (p-arvot suluissa) logistisista regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on todennäköisyys, että yrityksessä on käytössä osakepohjainen hallituksen palkitsemisjärjestelmä. Osakepohjainen palkkio tarkoittaa, että yritys on maksanut ko. vuonna osan kiinteästä hallituspalkkiosta yrityksen osakkeina tai yritys on käyttänyt optioita hallituksen palkitsemiseen. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä, 349 yritysvuodesta ajanjaksolla 2004 – 2007. Selittävien muuttujien kuvaukset on esitetty taulukossa 6.

Muuttuja	Odotettu merkki	Osakepohjainen hallituksen palkkio käytössä	
		(1)	(2)
(Constant)	..	***-6,666 (0,000)	-156,926 (0,998)
Ln(liikevaihto)	+	*0,230 (0,031)	**0,390 (0,02)
Investointiaste	+	0,002 (0,834)	0,000 (0,988)
Nettovelkaantumisasaste	-	-0,002 (0,337)	0,000 (0,927)
Market-to-book	+	***0,455 (0,000)	***0,483 (0,000)
Hallituksen koko	-	-0,078 (0,528)	-0,084 (0,556)
Riippumattomien jäsenten osuus	+	1,634 (0,056)	*1,917 (0,046)
Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	..	0,351 (0,355)	0,218 (0,624)
Toimitusjohtajan omistus	-	-0,013 (0,476)	-0,013 (0,500)
Hallituksen omistus	-	**0,056 (0,008)	**0,60 (0,006)
Institutionaalinen omistus	+	-0,002 (0,832)	-0,002 (0,841)
Valtion omistus (1,0)	-	**2,800 (0,009)	-19,637 (0,998)
Toimiala-dummyt		Ei	Kyllä
Vuosi-dummyt		Ei	Kyllä
Nagelkerke R ²		0,253	0,362
Havaintojen lukumäärä		349	349

*** Tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$)

** Tilastollisesti merkitsevä ($0,001 \leq p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \leq p < 0,05$)

8. Yhteenveto

8.1. Yhteenveto tutkimustuloksista

Samalla, kun mielenkiinto yritysten corporate governance -kysymyksiä kohtaan on lisääntynyt, myös hallituksen jäsenten palkkiot ovat saaneet yhä enemmän huomiota julkisuudessa. Empiiriset tutkimukset hallituksen jäsenten palkkioista ovat vähäisiä sekä kansainvälisesti että Suomessa. Suurin syy tähän lienee se, että ennen uusien corporate governance -suositusten käyttöönottoa palkkiotietojen raportointi on ollut varsin vähäistä.

Tämä Suomessa ainutlaatuinen tutkimus selvittää suomalaisten pörssiyhtiöiden hallitusten jäsenten palkitsemista. Tutkimus yhdistää tietoja yritysten vuosikertomuksista, internet-sivustoilta, sisäpiirirekisteristä ja tilinpäätösinformaatiosta muodostaakseen kattavan aineiston hallitusten jäsenten palkitsemisesta. Tutkimus käsittää Helsingin Pörssissä listatut yritykset vuosilta 2004 – 2007 havaintojen määrän ollessa suurimmillaan 419 yritysvuotta.

Tutkimuksen ensimmäisenä tarkoituksena oli esittää ajankohtaisia tunnuslukuja hallituksen jäsenten palkkioista Suomessa. Otoksessani hallituksen jäsenen keskiarvopalkkio oli 28.146 euroa, josta noin 90 prosenttia muodostui kiinteästä palkkiosta. Keskiarvopalkkio kasvoi 2004 vuoden 23.899 eurosta 32.789 euroon vuonna 2007, joten kasvua oli 37,2 prosenttia. Vuonna 2007 hallituksen puheenjohtajan keskiarvokokonaispalkkio oli 58.550 euroa, varapuheenjohtajan 38.133 euroa ja jäsenen 27.059 euroa. Olettaisin, että hallituspalkkioiden kasvu on seurausta hallitustyön arvostuksen noususta. Hallitustyöskentelyn merkitys on kasvanut, hallituksen vastuu muuttunut konkreettiseksi ja samalla vaatimus hallituksen jäsenten kyvykkyydestä ja panostuksesta hallitustyöhön lisääntynyt.

Tarkasteluajanjakson viimeisenä vuonna, eli vuonna 2007, kiinteä vuosi- tai kuukausipalkkio oli käytössä kaikissa otoksen yrityksissä ja 18,7 prosentissa yrityksistä osa palkkiosta maksettiin yrityksen osakkeina. 1,9 prosentissa yrityksistä hallituksen jäsenille annettiin optioita, 35,5 prosentissa oli käytössä kokouspalkkiot ja 29,9 prosenttia ilmoitti lisäksi maksavansa erikseen palkkioita valiokuntatyöskentelystä. Hallituksen kannustinoptioiden käyttö on jäänyt melko marginaaliseksi. Osakepalkkioiden käytössä oli reilu hyppäys vuodesta 2004 vuoteen 2005, mutta se jälkeen niiden käyttö ei ole yleistynyt.

Tutkimukseni toisena tarkoituksena oli analysoida hallituspalkkioiden tasoon ja osakepohjaisten palkkioiden käyttöön liittyviä tekijöitä. Tein yhteenvedon aiemmista tutkimuksista löytääkseni potentiaalisia palkitsemiseen vaikuttavia muuttujia. Luokittelin nämä muuttujat kolmeen luokkaan: agenttikustannuksiin vaikuttaviin, hallituksen ominaisuuksiin liittyviin ja yrityksen omistusrakenteeseen liittyviin muuttujiin.

Taulukossa 11. on esitetty yhteenvedo palkkiotasoihin ja osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavien tekijöiden analyysien tuloksista. Agenttikustannuksiin vaikuttavat tekijät selittävät hyvin hallituksen jäsenten palkkiotasoja, sen sijaan osakepohjaisen palkitsemisen käyttöä ne selittävät huonommin.

Taulukko 11. Yhteenvetotulokset palkkiotasoihin ja osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavista tekijöistä

Selittävä muuttuja	Selitettävä muuttuja		
	Kiinteä palkkio	Kokonaispalkkio	Osakepohjaisten palkkioiden käyttö
Positiivinen yhteys	Yrityksen koko Hallituksen riippumattomuus	Yrityksen koko Hallituksen riippumattomuus	Market-to-book Yrityksen koko
Negatiivinen yhteys	Hallituksen omistus Valtion omistus Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys	Hallituksen omistus Valtion omistus Toimitusjohtajan hallitusjäsenyys	Hallituksen omistus Valtion omistus

Tulokset osoittavat, että hallituksen jäsenten palkkiotasoihin eniten vaikuttava tekijä on yrityksen koko. Muut palkkiotasoihin vaikuttavat tekijät ovat hallituksen riippumattomuus, hallituksen ja valtion omistus sekä toimitusjohtajan hallitusjäsenyys. Yrityksen koolla on vaikutusta myös osakepohjaisten palkkioiden käyttöön, mutta sen merkitys on vähäisempi. Tutkituista tekijöistä eniten osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttaa yrityksen market-to-book-tunnusluku, eli markkina-arvon suhde kirja-arvoon. Muut osakepohjaisten palkkioiden käyttöön vaikuttavat tekijät ovat palkkiotasojen tavoin hallituksen ja valtion omistus.

8.2. Ehdotuksia jatkotutkimusaiheiksi

Corporate governancen ja hallitustyöskentelyn alueelta yleensä sekä erityisesti hallituksen palkitsemisen ja kannustamisen osalta riittää edelleen paljon tutkimista. Suomessa tutkimusta on estänyt tietojen saannin vaikeus, mutta uusien corporate governance –suositusten myötä tämä ongelma on pörssiyhtiöiden osalta poistunut. Olisi mielenkiintoista uusia tutkimusjoidenkin vuosien päästä, kun aiheesta on saatavilla pidempi aikasarja. Tiedonsaannin ongelmista johtuu myös se, että institutionaalista omistuksesta puuttuu ulkomaisten instituutioiden osuus, mikä voisi oleellisesti vaikuttaa tuloksiin.

Osakepalkkioiden käyttöä yrityksissä voisi tutkia tarkemminkin. Olisi hyvä löytää lisää tekijöitä, jotka siihen vaikuttavat. Niitä saattaisi olla löydettävissä esimerkiksi tarkastelemalla osakepalkkioiden käyttöönoton lyhyttä historiaa Suomessa yrityskohtaisesti, mitkä yritykset ovat Nokian jälkeen ottaneet osakepalkkiot käyttöönsä ja mikä näitä yrityksiä yhdistää.

Ulkomaisten hallitusjäsenien vaikutusta hallituspalkkioihin voisi myös tutkia. Nyt joissakin yrityksissä maksetaan korotettuja palkkioita ulkomaisille tai ulkomailla asuville hallituksen jäsenille, mutta voisi tarkastella, onko ulkomaisten jäsenten rekrytoinnilla ollut vaikutusta yritysten yleiseen palkkiotasoon.

Adamsin ja Ferreiran (2004) tutkimus kokouspalkkioiden vaikutuksesta hallituksen jäsenten kokouksiin osallistumiseen olisi mielenkiintoista toistaa suomalaisella aineistolla. Tutkimuksella voitaisiin todeta, onko Suomessa asiasta esitetty kritiikki (Kallionpää, 2005) aiheellista, eli ovatko suomalaiset hallituksen jäsenet niin motivoituneita, ettei kokouspalkkioilla ole vaikutusta heidän käytökseensä.

Liite 1. Tilastollinen yhteenveto valituista yrityksen ja hallituksen ominaisuuksista

Otos koostuu Helsingin Pörssissä noteeratuista yhtiöistä 419 yritysvuodelta ajanjaksolla 2004 – 2007. Havaintojen lukumäärä (n) vaihtelee saatavilla olevien tietojen mukaan, eli jos n on pienempi kuin 419, se viittaa puuttuviin tietoihin.

Muuttuja	n	Keskiarvo	Keski-hajonta	Minimi	Maksimi
<i>Agenttikustannukset</i>					
Liikevaihto EUR milj. t-1	416	1 375,90	3 872,78	1,12	41 121,00
Markkina-arvo, EUR milj. t-1	414	1 567,30	6 346,87	3,53	62 836,15
Investointiaste, % t-1	414	8,95	16,41	0,00	188,50
Market-to-book t-1	399	2,60	1,59	0,48	8,63
Nettovelkaantumisaste, % t-1	407	47,38	155,66	-999,00	999,00
<i>Hallituksen ominaisuudet</i>					
Hallituksen jäsenten lukumäärä	419	6,02	1,68	3,00	12,00
Riippumattomien hallituksen jäsenten osuus, %	419	79,00	23,38	0,00	100,00
Toimitusjohtaja hallituksen jäsen (% yrityksistä)	419	28,40			
Toimitusjohtaja hallituksen puheenjohtaja (% yrityksistä)	419	1,20			
<i>Omistusrakenne</i>					
Toimitusjohtajan omistus, % t-1	380	3,87	10,26	0,00	50,50
Institutionaalinen omistus, % t-1	397	41,42	21,91	1,00	91,10
Valtion omistus (% yrityksistä)	419	8,83			
Hallituksen jäsenten omistus, %	389	7,03	13,42	0,00	80,50
<i>Muut muuttujat</i>					
Hallituksen kokousten lukumäärä	382	13,83	4,69	4,00	46,00

Liite 2. Regressioanalyysissa käytettyjen selittävien muuttujien väliset Pearsonin korrelaatiokertoimet

	Ln(liikevaihto)	Markkina-arvo	Market-to-book	Investointiaste	Netto- velkaantumisaste	Hallituksen koko	Riippumattomien jäsenten osuus	Toimitusjohtaja jäsen (0,1)	Toimitusjohtajan omistus	Hallituksen omistus	Institutionaalinen omistus
Markkina-arvo	**0,46										
Market-to-book	*-0,10	0,08									
Investointiaste	-0,07	-0,03	-0,04								
Nettovelkaantumisaste	*-0,11	-0,08	**0,17	-0,05							
Hallituksen koko	**0,67	**0,43	-0,06	0,04	-0,08						
Riippumattomien jäsenten osuus	**0,24	0,07	-0,03	**0,13	0,02	**0,26					
Toimitusjohtaja jäsen (0,1)	-0,06	*0,11	0,02	-0,08	0,03	-0,08	**0,35				
Toimitusjohtajan omistus	**0,28	-0,06	0,06	-0,07	-0,05	**0,31	**0,26	**0,47			
Hallituksen omistus	**0,24	-0,08	0,04	-0,08	-0,02	**0,22	-0,03	-0,07	*-0,11		
Institutionaalinen omistus	0,04	**0,15	-0,08	0,08	0,05	-0,01	**0,28	**0,17	-0,08	**0,18	
Valtion omistus (0,1)	**0,48	**0,23	**0,20	-0,01	0,00	**0,37	**0,17	**0,14	*-0,12	**0,17	**0,20

** Tilastollisesti merkitsevä ($p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \geq p > 0,05$)

Liite 3. Logistisen regressioanalyysin tulokset osakepohjaisten hallituspalkkioiden käyttöön vaikuttavista tekijöistä.

Kerroinestimaatit (p-arvot suluissa) logistisista regressioista, joissa selitettävänä muuttujana on todennäköisyys, että yrityksessä on käytössä osakepohjainen hallituksen palkitsemisjärjestelmä. Osakepohjainen palkkio tarkoittaa, että yritys on maksanut ko. vuonna osan kiinteästä hallituspalkkiosta yrityksen osakkeina tai yritys on käyttänyt optioita hallituksen palkitsemiseen. Otos koostuu Helsingin pörssissä listatuista yrityksistä, 349 yritysvuodesta ajanjaksolla 2004 – 2007. Selittävien muuttujien kuvaukset on esitetty taulukossa 6.

Muuttuja	Odotettu merkki	Osakepohjainen hallituksen palkkio käytössä	
		(1)	(2)
(Constant)	..	***-5,776 (0,000)	-158,062 (0,998)
Markkina-arvo	+	0,000 (0,412)	0,000 (0,800)
Investointiaste	+	-0,001 (0,866)	-0,004 (0,649)
Nettovelkaantumisaste	-	-0,001 (0,514)	0,000 (0,921)
Market-to-book	+	***0,452 (0,000)	***0,493 (0,000)
Hallituksen koko	-	0,020 (0,862)	0,107 (0,403)
Riippumattomien jäsenten osuus	+	*1,838 (0,031)	*2,116 (0,027)
Toimitusjohtaja jäsen (1,0)	..	0,390 (0,314)	0,391 (0,375)
Toimitusjohtajan omistus	-	-0,019 (0,278)	-0,022 (0,236)
Hallituksen omistus	-	** -0,059 (0,004)	** -0,062 (0,003)
Institutionaalinen omistus	+	-0,001 (0,843)	-0,003 (0,734)
Valtion omistus (1,0)	-	*-2,449 (0,020)	-19,245 (0,998)
Toimiala-dummyt		Ei	Kyllä
Vuosi-dummyt		Ei	Kyllä
Nagelkerke R ²		0,238	0,326
Havaintojen lukumäärä		349	349

*** Tilastollisesti erittäin merkitsevä ($p < 0,001$)

** Tilastollisesti merkitsevä ($0,001 \leq p < 0,01$)

* Tilastollisesti melkein merkitsevä ($0,01 \leq p < 0,05$)

LÄHTEET

Adams, R., 2003. What do boards do? Evidence from board committee and director compensation data. EFA 2005 Moscow Meetings Paper.

Adams, R., & Ferreira, D., 2004. Do directors perform for pay? EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 4460.

Ahosniemi, A., 2004. Hallituspalkkiot kasvavat palkkoja nopeammin. Kauppalehti 15.3., 6.

Baysinger, B., Butler, H., 1985. Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organizations* 1, 101 – 124.

Becht, M., Bolton, P., Röell, A., 2002. Corporate governance and control. ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002.

Berle, A., Means, G. C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. The MacMillan Company, New York.

Bhagat, S., Black, B., 1999. The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer* 54, 921 - 963.

Bhagat, S., Black, B., 2001. The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law* 27, 231 – 273.

Black, F., Scholes, M., 1973. The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 31, 637 – 654.

Brickley, J., Coles, J., Jarrell, G., 1997. Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance* 3, 189 – 220.

Brealey, R. A., Myers, S. C., 2000. *Principles of Corporate Finance*, 6th edition. Irwin McGraw-Hill.

Brick, I., Palmon, O., Wald, J., 2006. CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? *Journal of Corporate Finance* 12, 403 – 423.

Bryan, S., Hwang, L., Klein, A., Lilien, S., 2000. Compensation of outside directors: An empirical analysis of economic determinants. Unpublished working paper. New York University.

Bryan, S., Klein, A., 2004. Non-management director options, board characteristics, and future firm investments and performance. NYU Law and Economics Research Paper No. 04-009.

Byrd, J., Hickman, K., 1992. Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics* 32, 195 – 207.

Clinch, G., 1991. Employee compensation and firms' research and development activity. *Journal of Accounting Research* 29, 59 – 78.

Core, J. E., Holthausen, R. E., Larcker, D. F., 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371 – 406.

Cotter, J., Shivdasani, A., Zenner, M., 1997. Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of Financial Economics* 43, 195 – 218.

Dallas, L., 2003. Developments in U.S. boards of directors and the multiple roles of corporate boards. *San Diego Law Review* 40:3.

Dayha, J., McConnell, J., Travlos, N., 2002. The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover. *Journal of Finance* 57, 461 – 484.

Demb, A., Neubauer, F., 1990. How can the board add value? *European Management Journal* 8, 156 – 160.

Eaton, J., Rosen, H. S., 1983. Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration. *Journal of Finance* 38, 1489 – 1505.

Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M., 1998. Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics* 48, 35 – 54.

Elson, C., 1996. Director compensation and the management-captured board – The history of a symptom and a cure. *SMU Law Review* 50, 127 – 140.

Fama, E., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88, 288 – 307.

Fama, E., Jensen, M., 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301 – 325.

Felo, A. J., 2001. Ethics programs, board involvement, and potential conflicts of interest in corporate governance. *Journal of Business Ethics* 32, 205 – 218.

Feltham, G., Wu, M., 2001. Incentive efficiency of stock versus options. *Review of Accounting Studies* 6, 7 – 28.

Ferris, S., Pritchard, A., Jagannathan, M., 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments, *Journal of Finance* 58, 1087 – 1111.

Fich, E., Shivdasani, A., 2005. The impact of stock-option compensation for outside directors on firm value. *The Journal of Business* 78, 2229 – 2254.

FSD, 2007. Yhteiskuntatieteellinen tietoarkisto, menetelmäopetuksen tietovaranto. www.fsd.uta.fi/menetelmaopetus

Gerety, M., Hoi, C., Robin, A., 2001. Do shareholders benefit from the adoption of incentive pay for directors? *Financial Management* 30, 45 – 61.

Goyal, V. K., Park, C. W., 2002. Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance* 8, 49 – 66.

Haapanen, M., Lainema, M., Lehtinen, L., Lähdesmäki, T., 2002. Hallitus omistajan asialla – johdon tukena. WS Bookwell Oy, Porvoo.

Hawley, J. P., Williams, A. T., Miller, J. U., 1994. Getting the herd to run: Shareholder activism at the California Employees' Retirement System. *Business and the Contemporary World* 6, 11 – 12.

Hermalin, B., Weisbach, M., 1991. The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20, 101 – 112.

Hermalin, B., Weisbach, M., 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96 – 118.

Hermalin, B., Weisbach, M., 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review* April, 7 – 26.

HEX Integrated Markets Oy, Keskuskaupakamari, Teollisuuden ja Työnantajain Keskuliitto, 2003. Uusi corporate governance -suositus edistää luottamusta arvopaperimarkkinoihin. *Lehdistötiedote* 2.12.

HEX Oyj, Keskuskaupakamari, Teollisuuden ja Työnantajain Keskusliitto, 2003. Suositus listayhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmistä (Corporate Governance).

Hirvonen, A., Niskakangas, H., Wahlroos, J., 1998. Hyvä hallitustyöskentely. WSOY, Juva.

Holmström, B., 1999. Managerial incentive problems: a dynamic perspective. *Review of Economic Studies* 66, 169 – 182.

Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305 – 360.

Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831 – 880.

Jensen, M., 2001. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *European Financial Management* 22, 409 – 438.

Johnson, S. A., Tian, Y. S., 2000. The value and incentive effects of nontraditional executive stock option plans. *Journal of Financial Economics* 57, 3 – 34.

Jurvelin, K., 2003. Eläkeyhtiöt topakoituvat vähitellen omistajina. *Kauppalehti* 22.5., 7.

Kallionpää, K., 2005. Tutkimus: Isot kokouspalkkiot tuovat hallitusten jäsenet kokouksiin. *Helsingin Sanomat* 4.3.

Kapanen, A., 2007. Hallituspalkkioiden nousutehtailu jatkuu pörssiyhtiöissä. *Taloussanomat* 4.4., 2 – 3.

Kauppa- ja teollisuusministeriö (KTM), 2000. Corporate governance -kysymysten käsittely valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Suositus 13.11. www.valtionomistus.fi

Kauppa- ja teollisuusministeriö (KTM), 2004. Valtionyhtiöiden ja valtion osakkuusyhtiöiden hallitusjäsen ehdokkaiden nimeäminen. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 17.2. www.valtionomistus.fi

Kauppa- ja teollisuusministeriö (KTM), 2007. Kilpailukykyinen ja omistaja-arvon tuottamiseen perustuva palkitseminen valtionyhtiöissä ja valtion osakkuusyhtiöissä. Talouspoliittisen ministerivaliokunnan kannanotto 7.6. www.valtionomistus.fi

Klein, A., 1998. Firm performance and board committee structure. *Journal of Law & Economics* 41, 275 – 303.

Kopra, Y., 2004. Hallituspalkkiot Ruotsin tasolla. *Board News* 4, 6 – 7.

Koskinen, P., 2005. Taitava johtaja tuplaa hallituspalkkiot. *Talouselämä* 10, 12 – 13.

Lainema, M., 1998. Hallituksen strateginen rooli. WSOY, Juva.

Lewellen, W., Loderer, C., Martin, K., 1987. Executive compensation and executive incentive problems: an empirical evidence. *Journal of Accounting and Economics* 9, 287 – 310.

Linn, S., Martin, K., 1998. The effects of outside director stock incentive compensation plans on stockholder wealth. Working Paper. University of Oklahoma and New Mexico State University.

Linn, S., Park, D., 2005. Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance* 11, 680 – 715.

Lipton, M., Lorsch, J., 1992. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48, 59 – 77.

Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 38, 163 – 184.

Mørck, R., Shleifer, A., Vishny, R., 1988. Management ownership and market valuation. *Journal of Financial Economics* 20, 293 – 315.

Perry, T., 2000. Incentive compensation for outside directors and CEO turnover. Unpublished working paper. Arizona State University.

Rosenstein, S., Wyatt, J., 1990. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26, 175 – 184.

Ryan Jr., H., Wiggins, R. III, 2004. Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics* 73, 497 – 524.

Rämänen, I., 2003. Board structure and turnover in Finland – owners are not alike. Master's Thesis. Helsinki School of Economics.

Saarinen, M., 2006. Yrityksen nostavat kilvan hallituspalkkioita. Taloussanomat 4.4., 2 – 3.

Sahiluoma, V., 2005. Hallitusammattilaisia uhkaavat pian likviditeettiongelmat. Kauppalehti 12.8., 6.

Shleifer, A., Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737 – 783.

Shivdasani, A., 1993. Board composition, ownership structure and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16, 167 – 192.

Shivdasani, A., Yermack, D., 1999. CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *Journal of Finance* 54, 1829 – 1853.

Smith, C., Watts, R., 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics* 32, 263 – 292.

Tukia, J., 2001. Entrenchment of the board of directors: Finnish evidence. Master's Thesis. Helsinki School of Economics.

Valento, T., 2003. The relationship between board composition and company performance – A snapshot on Finnish listed companies from 2000. Master's Thesis. Helsinki School of Economics.

Veranen, J., 1996. Tuottoa vaativat omistajat – menestykseen omistajälähtöisellä johtamisella. WSOY, Porvoo.

Weisbach, M., 1988. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431 – 460.

Wu, Y., 2000. Honey, I shrunk the board. Unpublished working paper. University of Chicago.

Yermack, D., 1995. Do corporations award stock options effectively? *Journal of Financial Economics* 39, 237 – 269.

Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with smaller board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185 – 211.

Yermack, D., 2004. Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance* 59, 2281 – 2308.